

# **CARİ AÇIKLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ: KIRILGAN BEŞLİ ÖRNEĞİ**

**Pamukkale Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Yüksek Lisans Tezi  
İktisat Anabilim Dalı  
İktisat Programı**

**İbrahim UZ**

**Danışman: Doç. Dr. Reşat CEYLAN**

**Haziran 2015  
DENİZLİ**

## ÖNSÖZ

Öncelikle bu tez çalışmasının tüm aşamalarında eşsiz bilgi birikimini benden esirgemeyen ve çok değerli vaktini tezin yazımına destek olmak için ayıran insani ve ahlaki değerleri ile de örnek edindiğim, beraber çalışmaktan onur duyduğum danışman hocam Doç. Dr. Reşat CEYLAN'a teşekkürü borç bilirim.

Tezimle ilgili düşünsel ve teknik yardımlarını esirgemeyerek, tezime değerli görüşleriyle katkı sağlayan hocam Doç. Dr. İsmail ÇEVİŞ'e teşekkür ederim.

Ayrıca, tüm hayatım boyunca maddi manevi desteklerini benden esirgemeyip, her türlü zorluk karşısında bana destek olan ve bu tezin ortaya çıkmasında benden çok daha fazla emeğe sahip olduklarını düşündüğüm sevgili ailem üzerimdeki emekleriniz için sizlere minnettarım.

## ÖZET

### CARİ AÇIKLARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ: KIRILGAN BEŞLİ ÖRNEĞİ

UZ, İbrahim  
Yüksek Lisans Tezi  
İktisat ABD  
İktisat Programı  
Tez Yöneticisi: Doç. Dr. Reşat CEYLAN

Haziran 2015, 133 sayfa

Dünya ekonomilerinde özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan krizlerin nedeni olarak yüksek cari açıklar gösterilmiştir. Cari işlemler açığı hem gelişmekte olan ülkeler hem de gelişmiş ülkeler için makroekonomik istikrarın sağlanması açısından son derece önemlidir. Cari açıklar için belirleyici olan, bu açıkların ülke ekonomileri için hangi noktadan sonra tehlike arz ettiği ve nasıl finanse edildiğidir ki bu cari işlemler açığının sürdürülebilirlik kavramını ortaya çıkarmıştır. Geçmiş dönemde savunulan cari dengeye ulaşma biçimleri yüksek hacimli sermaye hareketleri nedeniyle geçerliliğini yitirmiştir. Bu dönemden sonra modern bir yaklaşım olan dönemlerarası model popüler hale gelmiştir. Buna göre cari açık veren ülke dönemlerarası bütçe kısıtını karşılayabiliyorsa bu durumda cari işlemler açığı sürdürülebilir olmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Kırılgan Beşli ülkelerinde dönemlerarası cari hesap modelinin geçerliliğini doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan alternatif birim kök testlerini kullanarak analiz etmektir. Bu amaca yönelik olarak, cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı değişkenine ait çeyrek yıllık veriler analizde kullanılmaktadır. Çalışmada doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan KSS ve AESTAR prosedürleri uygulanmaktadır. Elde edilen bulgular KSS sürecinin AESTAR sürecinden daha güçlü kanıtlar sunduğunu göstermektedir. Çalışmadaki analiz sonucunda, her bir ülke için ele alınan dönemde, Brezilya'da dönemlerarası cari hesap modeli geçerli değildir yani cari işlemler dengesi açıkları sürdürülebilir nitelikte değildir. Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye'de ise dönemlerarası cari hesap modeli geçerlidir yani cari açıklar sürdürülebilir nitelikte olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Dönemlerarası Cari Hesap Modeli, Cari Açık, Sürdürülebilirlik, KSS Testi, AESTAR Testi.

## **ABSTRACT**

### **CURRENT ACCOUNT SUSTAINABILITY: THE EXAMPLE OF FRAGILE FIVE**

UZ, İbrahim

Master Thesis

Department of Economy

Economy Programme

Advisor of Thesis: Assoc. Prof. Reşat Ceylan

June 2015, 133 page

In the World economies, it has been shown that the main reason for the crisis came out due to the economic developments especially in 1980s and 1990s is that the high current account deficits. The current account deficit is extremely important for both developing and developed countries, in terms of ensuring the macro-economic stability. The major issue which is decisive for the current account deficits is that; to what extent these deficits are harmful for the countries' economies and the way they have been financed which caused to the term called "sustainability of the current account deficits". The types of reaching to the current account balance that are supported in the previous terms, have become invalid simply because of the raise in the high volumed capital movements. After this sequence, an intertemporal model which is a modern approach, has become popular. According to this, if a country which has current account deficit, can compensate the intertemporal budget constraint; then its current account deficit will be sustainable. The aim of this study is to analyse the validity of the intertemporal current account model by using alternative unit root tests based on non-linear time series technique in the Fragile Five countries. For this purpose, quarterly data for the ratio of current account balance to GDP variable is used in this study. KSS and AESTAR test procedures that are based on non-linear techniques are also used in the study. Findings suggest that KSS estimation gives more robust results than AESTAR. As result of the analysis in this study, in the discussed period for each country, intertemporal current account model is not valid so that current account deficits are not sustainable in Brazil. On the other hand it has been concluded that the intertemporal current account model is valid and the current account deficits are sustainable in Indonesia, South Africa, India and Turkey.

**Keywords:** Intertemporal Current Account Model, Current Account Deficit, Sustainability, KSS Test, AESTAR Tests.

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	i
ÖZET .....	ii
ABSTRACT .....	iii
İÇİNDEKİLER .....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	vi
TABLolar DİZİNİ .....	vii
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ .....	viii
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM ÖDEMELER BİLANÇOSU VE CARİ İŞLEMLER HESABI

1.1.Ödemeler Bilançosunun Tanımlanması .....	4
1.2.Ödemeler Bilançosu Ana Hesap Grupları .....	6
1.2.1.Cari İşlemler Hesabı .....	6
1.2.1.1.Cari İşlemler Hesabının Yapısal Analizi .....	8
1.2.1.1.1.İkiz Açıklar Modeli .....	11
1.2.1.1.2.Üçüz Açıklar Modeli .....	13
1.2.1.2.Cari İşlemler Dengesini Etkileyen Faktörler .....	14
1.2.1.2.1.Ticaret Hadleri .....	14
1.2.1.2.2.Mali Politikalar .....	18
1.2.1.2.3.Reel Döviz Kurları .....	22
1.2.1.3.Cari Açığın Nedenleri .....	23
1.2.1.3.1.Yurt İçi Yatırımda Büyük Bir Artışın Neden Olduğu Cari İşlemler Açığı .....	23
1.2.1.3.2.Ulusal Tasarruflarda Bir Düşmenin Neden Olduğu Cari İşlemler Açığı .....	24
1.2.2.Sermaye ve Finans Hesabı .....	25
1.2.3.Resmi Rezerv Hesabı .....	26
1.2.4.Net Hata ve Noksan Hesabı .....	27

## İKİNCİ BÖLÜM CARİ Dengeyi Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

2.1.Cari İşlemler Dengesine Teorik Yaklaşımlar .....	28
2.1.1.Esneklikler Yaklaşımı .....	28
2.1.2.Toplam Harcama (Massetme) Yaklaşımı .....	32
2.1.3.Mundell–Fleming Modeli .....	35
2.1.3.1.Mundell–Fleming Modeline Dornbusch'un Katkısı .....	39
2.1.4.Dönemlerarası Yaklaşım .....	41

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

3.1.Sürdürülebilirlik Kavramı .....	50
3.1.1.Sürdürülebilirlik Göstergeleri .....	55
3.2.Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği .....	61
3.2.1.Cari İşlemler Hesabı Neden Önemli? .....	62
3.3.Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilirliği için Teorik Literatür .....	65
3.4.Uygulamalı Çalışmalar için Literatür Taraması .....	68

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### KIRILGANLIK VE KIRILGAN BEŞLİ

4.1.Kırılğanlık Kavramı .....	83
4.2.Kırılğanlık İndeksi ve Kırılğanlığın Nedenleri .....	85
4.2.1.Kırılğanlık İndeksi ve Kaynakları .....	85
4.2.2.Dışa Açıklık ve Kırılğanlık .....	87
4.2.3.Kırılğanlığa Karşı Erken Uyarı Sistemi .....	89
4.3.Yükselen Ekonomiler .....	90
4.3.1.Kırılğan Beşli .....	92
4.4.Ekonometrik Yöntem .....	99
4.5.Verİ Seti.....	100
4.5.1.Durağanlık (Birim Kök) Testleri .....	101
4.5.1.1.Genİşletİlmİş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi.....	102
4.5.1.2.Doğrusallık Testi .....	104
4.5.1.3.Kapetanios, Snell, Shin (KSS) Doğrusal Olmayan Birim Kök Testi	104
4.5.1.4.Asimetrik Üstel Düzgün Geçİşli Oto-regresif(AESTAR) Doğrusal Olmayan Birim Kök Testi .....	105
4.5.2.Bulgular.....	106
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....	113
KAYNAKLAR.....	119
ÖZGEÇMİŞ.....	133

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa

Şekil 1. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Girişleri.....	59
Şekil 2. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Girişlerinin Bileşenleri .....	59
Şekil 3. Brezilya’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı.....	93
Şekil 4. Endonezya’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı .....	93
Şekil 5. Güney Afrika’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı .....	94
Şekil 6. Hindistan’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı.....	94
Şekil 7. Türkiye’de Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı .....	94
Şekil 8. Enflasyon ve Cari İşlemler Dengesi.....	97
Şekil 9. Kredi Büyümesi ve Cari İşlemler Dengesi.....	97
Şekil 10. Enflasyon ve Kredi Büyümesi .....	98
Şekil 11. Enflasyon ve Faiz Oranları .....	98
Şekil 12. Enflasyon ve Reel Faiz Oranı .....	99
Şekil 13. Brezilya için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	108
Şekil 14. Endonezya için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	109
Şekil 15. Güney Afrika için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	109
Şekil 16. Hindistan için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	109
Şekil 17. Türkiye için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	110
Şekil 18. Brezilya için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	111
Şekil 19. Endonezya için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	111
Şekil 20. Güney Afrika için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	112
Şekil 21. Hindistan için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	112
Şekil 22. Türkiye için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu .....	112

## TABLOLAR DİZİNİ

Sayfa

Tablo 1. Kırılgan Beşli Ülkelerinde Bütçe Dengesinin GSYİH'ye Oranı .....	57
Tablo 2. Kırılgan Beşli Ülkelerinde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ye Oranı.....	57
Tablo 3. Kırılgan Beşli Ülkelerinin Büyüme Oranları.....	57
Tablo 4. Cari Açığın Sürdürülebilirliğini Konu Alan Ampirik Çalışmalar .....	71
Tablo 5. Kırılgan Beşli Ülkelerinin Enflasyon Oranları .....	95
Tablo 6. Kırılgan Beşli Ülkelerinde Enflasyon Hedeflemesi.....	96
Tablo 7. Kırılgan Beşli Ülkeleri için ADF Birim Kök Testi Sonuçları .....	107
Tablo 8. Kırılgan Beşli Ülkeleri için Doğrusallık Testi Sonuçları .....	107
Tablo 9. Kırılgan Beşli Ülkeleri için KSS Testi Sonuçları .....	108
Tablo 10. Kırılgan Beşli Ülkeleri için ESTAR ve AESTAR Arasındaki Model Seçimi .....	110
Tablo 11. Kırılgan Beşli Ülkeleri için AESTAR Sonuçları .....	110



## SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller)
AE	Toplam Harcama
AESTAR	Asimetrik Üstel Düzgün Geçişli Oto-regresif (Asymmetric Exponential Smooth Transfer Auto-regressive)
AIC	Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criteria)
B	Net Dış Varlık
BM	Birleşmiş Milletler
BRIC	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
C	Tüketim
CA	Cari İşlemler Dengesi
CA/GSYİH	Cari İşlemler Dengesinin GSYİH Oranı
$E_X$	İhraç Malları Yurt Dışı Talep Esnekliği
$E_M$	İthal Malları Yurt İçi Talep Esnekliği
ESTAR	Üstel Düzgün Geçişli Oto-regresif (Exponential Smooth Transfer Auto-regressive)
FED	Federal Rezerv Sistemi (Federal Reserve System)
G	Kamu Harcaması
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
I	Yatırım
IFC	Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
M	İthalat
MS	Markow-Swicthing
NX	Net İhracat
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organization for Economic Co-Operation and Development)
$P_X$	İhracat Fiyatları Endeksi
$P_M$	İthalat Fiyatları Endeksi
P	Yurt İçi Genel Fiyat Düzeyi
$P_f$	Yurt Dışı Genel Fiyat Düzeyi
r	Dünya Faiz Oranı
R	Reel Döviz Kuru
S	Tasarruf
SAGP	Satın Alma Gücü Paritesi
T	Vergi
TR	Net Transfer
TT	Net Dış Ticaret Haddi
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü
VAR	Vektör Otoregresif
Y	Milli Gelir
YD	Harcanabilir Gelir
X	İhracat
Q	Net Ulusal Para Akımları

## GİRİŞ

Dünya ekonomisinde 1970’li yıllarda yaşanan petrol şoklarının etkisiyle, işsizlik ve enflasyon sorunlarının bir arada ortaya çıkması karşısında, Keynesyen politikaların etkisini kaybetmesi, özellikle M. Friedman sayesinde, monetarist yaklaşımların ve rasyonel bekleyiş düşüncesinin önünü açmıştır. Bu nedenle, dünya ekonomilerinde liberalleşme hareketleri yaşanmıştır. Bunun ilk yansıması olarak sermaye hareketlerinin hacminde artışlar kaydedilmiştir. Günümüzde ise sermaye hareketlerinin çok hızlı ve yüksek hacimli bir biçimde gerçekleşmesi, dünyada küresel bir ekonomik yapıyı ortaya çıkarmıştır. Küreselleşme sürecinin hızlandırdığı sermaye hareketlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkan cari işlemler dengesindeki bozulmalar, ülkeler için en önemli ve üzerinde en çok durulması gereken konulardan biri haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin cari dengelerinde büyük bozulmalar neticesinde finansal krizler yaşamaları, cari açıkların ekonomiler için “ne denli büyük oldukları” sorusunu gündeme getirmiştir. Cari işlemler açıkları için belirleyici olan, bu açıkların ülke ekonomileri için hangi noktalardan sonra tehlike arz ettiğidir. Bu durum ise cari açıkların sürdürülebilirliği sorunsalını ortaya çıkarmıştır.

Sürdürülebilirlik ile ilgili olarak, ulusal düzeyde yaşanan krizler konusunda birtakım öncü göstergeler tespit edilmeye çalışılmıştır. Cari işlemler açığının finansman biçimi, bu açığın finansmanı için alınan borçların vadesi, açığın ulusal gelire oranı gibi, pek çok sürdürülebilirlik ölçütü geliştirilmeye çalışılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde, kalkınma ve büyüme için ihtiyaç duyulan teknoloji, ara malı ve yatırım mallarının ithal edilmesinin gerekli olması, yine tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle kaynak ihtiyacına gerek duyulması bu ülkelerde, “kronik dış açığa” neden olmaktadır. Benzer şekilde bu ülkelerde, ihracat gelirlerinin ithalatı karşılayamaması, dış açıklar için finansman zorunluluğu doğurmaktadır. Cari açıkları finanse etmek için gerekli olan kaynak aktarımı, sermaye hareketleri vasıtasıyla olurken, sermaye girişi yaşayan ülke ekonomileri de cari işlemler dengelerinde açık verebilmektedirler. Bu durum cari işlemler açığının nedenlerine ilişkin tartışmaların toplumun farklı kesimlerinde daha yoğun bir şekilde yapılmasına yol açmıştır. Bu tartışmaların odağında döviz kurunun olduğu söylenebilir. Çünkü politika yapıcının izlediği politikalar (parasal hedefleme veya enflasyon hedeflemesi gibi) doğrultusunda ulusal paranın dış değeri şekillenmektedir. Döviz kurundaki oynaklıktan dolayı da dış ticaret dengesinde bozulmalar meydana gelmektedir. Dolayısıyla yüksek oranlı ve uzun süreli cari işlemler

açığı, yurt içi faiz oranlarının göreceli olarak artmasına ve gelecek nesillerin artan borç yükü nedeniyle refah düzeyinin düşmesine neden olmaktadır. Hâlihazırda cari işlemler açığı olan ülkelerde asıl önemli olan şey açığın varlığı ile beraber, bu açığın sürdürülebilirliğidir.

Ülkeler açısından cari hesap pozisyonunun önemli bir özelliği henüz karşılaşmamış krizlere ilişkin önemli bilgiler içermesinden kaynaklanmaktadır (Edson 2003: 11, Zanghieri, 2004: 7). Örneğin, bir ülkedeki cari işlemler açığının büyüklüğü ileriki dönemlerde olması muhtemel döviz kuru krizleri için öncü bir gösterge olarak değerlendirilmektedir (Corsetti, vd., 1999: 1223). Nitekim Labonte'ne (2010) göre, Meksika, Türkiye, Doğu Asya, Brezilya, Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelere büyük cari açıklar, finansal ve döviz krizlerinde en önemli gösterge olmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde cari hesabın alacağı pozisyon ekonomik istikrarın sürdürülebilir olması bakımından oldukça önemlidir.

Cari işlemler açığı, özellikle gelişmekte olan ülkeler için önemli bir sorun oluşturmaktadır. Düşük gelirli ülkelerin, tasarruf oranlarının düşük olması, kalkınabilmeleri için kaynak ihtiyacı doğurmaktadır. Söz konusu kaynak ihtiyacı, yüksek tasarruf oranlarına sahip gelişmiş ülkelere, tasarruf oranları düşük olan az gelirli ülkelere doğru kaynak aktarımı yolu ile gerçekleştirilebilir. Bu kaynak aktarımının da en kolay yollarından biri sermaye akımlarıdır. Yatırım talebinin artması veya tasarruf oranlarının azalması nedeniyle dışarıdan talep edilen tasarruflar, sermaye girişi yaşayan ülke ekonomilerinde cari işlemler dengelerinde açık verilmesine neden olmaktadır. Oluşan bu cari açıkların ne zaman krize neden olacağı ekonomi çevrelerinde sıkça tartışılmaktadır. Uygulamalı çalışmalara bakıldığında az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin verdiği cari açıkların GSYİH'ye oranlarının %4 veya %5'i geçmesi halinde makroekonomik dengelerinin bozulacağı ve kriz sürecine girilebileceği ortaya konmaktadır (Milesi-Ferretti ve Razin 1996a: 16, Edwards 2001: 635, Freund, 2005: 3). Ancak bu çalışmada, ilgili kriterin kesin bir eşik değeri olarak görülmediğini belirtmek gerekir. Uygulamalı çalışmaların ulaştığı ortak sonuç bu doğrultuda olduğu için analizde bu ayrıntıya dikkat edilmştir. Bütün bunlara rağmen akademik çalışmalar göstermiştir ki, cari denge sürdürülebilirliği için belli bir eşik oran belirleyebilmek mümkün değildir. Edwards (2001), makroekonomik değişkenlerle devamlı etkileşim halinde olan cari denge için sürdürülebilir eşik oranı hesaplamının çok zor ve yanıltıcı

olacağını belirtmiştir. Aynı husus uluslararası kuruluşlar (OECD gibi) ve finans çevreleri (Goldman-Sachs)'nin raporlarında da sık sık dile getirilmektedir.

Literatürde bir ülkenin cari açığının milli gelire oranının %5 ve daha büyük bir orana ulaşmasının ekonomi açısından bir risk oluşturacağı kabul edilmektedir. Freund (2005), cari açık GSMH'nin %5'ine ulaştığında uyum sürecinin başlayacağını ve bunun üç ya da dört yıllık bir süreçte, yavaş gelir büyümesi ve önemli bir reel döviz kuru aşınmasıyla sonuçlanacağını dile getirmektedir. Edwards (2006) ise, GSMH'nin yaklaşık olarak %6'sı kadar bir cari açığın sürdürülemeyeceğine işaret etmektedir.

Çalışmanın temel amacı da geçmiş dönemde verilen cari açıkların sürdürülebilirliğini analiz etmektir. Bu amaçla uygulamalı bir biçimde Kırılgan Beşli ülkelerinin (Türkiye, Hindistan, Güney Afrika, Brezilya ve Endonezya) cari açıklarının sürdürülebilirliği incelenmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde ödemeler bilançosu içerisinde cari işlemler dengesinin teorik yapısı verilmiş ve ödemeler bilançosunun diğer ana hesap gruplarından bahsedilmiştir. Ayrıca cari açığın nasıl verildiği ve cari açığı etkileyen faktörler anlatılmıştır. İkinci bölümde geçmiş ve güncel olan cari işlemler açıklarının veya fazlalarının nasıl dengeye geleceğini açıklayan teorik yaklaşımlar ele alınmıştır. Üçüncü bölümde ise sürdürülebilirlik kavramı, cari açık sürdürülebilirliği için çeşitli sürdürülebilirlik göstergelerine yer verilmiş ve konu ile ilgili teorik ve uygulamalı çalışmalar belirtilmiştir. Dördüncü bölümde ise kırılganlık kavramı ve yükselen piyasa ekonomileri ele alınmıştır. Uygulama kısmında ise Hakkio ve Rush (1991) tarafından geliştirilerek, Husted (1992) tarafından ekonometrik olarak test edilebilir hale getirilen “dönemlerarası model” den yararlanılarak, doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan Kapetanios ve diğ. (2003) tarafından ortaya atılan (KSS) üstel düzgün geçişli model ile Sollis (2009) tarafından geliştirilen asimetric düzgün geçişli oto regresif model yardımıyla Kırılgan Beşli’de cari işlemler açığının sürdürülebilirliği test edilmiştir. Son olarak elde edilen bulgular değerlendirilerek Kırılgan Beşli’ye yönelik cari açıkları ilgili bazı çıkarımlarda bulunulmuştur.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ÖDEMELER BİLANÇOSU VE CARİ İŞLEMLER HESABI

#### 1.1.Ödemeler Bilançosunun Tanımlanması

Ödemeler bilançosu, bir ülkede yerleşikte olan gerçek kişi, işletme veya kurumların diğer ülkelerde yerleşikte bulunanlarla yürüttükleri ekonomik alışverişlerin sistematik olarak tutulan kayıtlarıdır. Ödemeler bilançosu, ulusal bir ekonominin yabancılarla iktisadi ilişkilerinin alternatif bir resmini verir. Bununla, her biçimdeki yabancı ödeme araçlarının ülkeye girişi, ulusal ödeme araçlarının da yurt dışına çıkışının sistematik biçimde kayıtlanması anlaşılır (Felderer ve Homburg, 2010:209). Aynı zamanda ödemeler bilançosu, bir ülkenin döviz kaynakları ile döviz kullanımlarının kaydını da ifade eder.

Ödemeler bilançosunu ülkeler arasındaki ticari ve finansal alışverişleri sistematik bir düzende bir araya getirip, sınıflandıran ve belli bir dönem boyunca gerçekleşen olayları kaydedip rapor halinde sunması nedeniyle akım değişken olarak ifade edebiliriz.

Dört temel özelliği bulunan ödemeler bilançosunun, tanımında kendini gösteren “yerleşikler” kavramı ile “ekonomik alışveriş” kavramı bilançonun asli öğeleridir. Ödemeler dengesi tanımında bulunan ekonomi kavramı, bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi ifade ederken, ekonomik alışveriş kavramı; mal, hizmet, gelir ile ilgili işlemleri, bir ekonomideki yerleşiklerden diğer ekonomilerdeki yerleşiklere reel ya da finansal olarak varlıkların transferlerini ifade etmektedir. Yerleşiklik kavramı ise bir ekonomide bir yıldan daha fazla süre devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, o ekonomide faaliyette bulunan kurum ve kişileri ifade etmektedir (TCMB, 2007: 1).

Bilançonun diğer temel iki özelliği de kayıtları ikili sisteme göre borçlu ve alacaklı şeklinde muhasebeleştirerek kayıtların denk olmasını sağlayan “çift kayıt esası” ile ödemeler bilançosuna kaydedilen işlemlerin bilanço denkliğini sağlama ya da denklige herhangi bir etkide bulunmama özelliklerine göre ayıran “otonom ve denkleştirici” işlemlerdir.

Ülkenin dış ülkelerle yaptığı bir işlem, ya alacaklı ya da borçlu bir işlem niteliğindedir. Ülkede yerleşik kişi ve kurumlar lehine dış âlem üzerinde bir alacak

hakkı doğuran işlemler alacaklı işlemlerdir. Aksine, yerleşik olanlar için yurt dışına karşı bir borç doğuran işlemler ise, borçlu işlemlerdir. Buna göre, ihracat, yabancı turistlerin harcamaları, kısa ve uzun süreli mali sermaye girişleri ve ülke içine yapılan dolaysız yabancı sermaye yatırımları alacaklı; buna karşın ithalat, dış ülkelere yapılan turistik harcamalar, mali ve dolaysız sermaye çıkışları borçlu işlemlerdir (Seyidoğlu, 2003a: 37).

Ödemeler bilançosunda ana ilke her bir işlemin eşit değerde iki ayrı kaleme iki kayıt ile muhasebe sistemine uygun olarak kaydedilmesidir. Bu kalemlerin biri pozitif (+) işaretle gösterilen alacak kaydı, diğeri ise negatif (–) işaretle gösterilen borç kaydıdır. Her bir ekonomik işlemin bir borç bir de alacak olmak üzere iki kaydının yapılması gerekmektedir. Böylece aynı işlemin iki ayrı hesabın ters yanlarına kaydedilmesi ile bunların denkleştirilmesi sağlanır. Çift kayıtlı muhasebe tekniğinin bir özelliği olarak ödemeler bilançosunun alacaklı yanının toplamı, daima borçlu yanının toplamına eşit çıkar. Bu da bize ödemeler bilançosunun muhasebe kayıtları anlamında her zaman denk olduğunu gösterir. Aynı zamanda ödemeler bilançosu, bir ülkenin belirli bir dönemde diğer ülkelerle yaptığı tüm ekonomik işlemler neticesinde oluşan borç ve alacakları ifade ettiğinden uluslararası denge açısından da ülkelerin açık ve fazlaları birbirine eşit olmak zorundadır. Çünkü bir ülkenin açığı diğeri bir ülkenin fazlası ile kapatılır. Sonuç olarak daima dengede bulunacağı için bu durum “ödemeler bilançosu dengesi” olarak tanımlanır (Karluk, 2009: 577). Bu tanımlamadan hareketle denge,

$$\text{Cari hesap} + \text{Sermaye hesabı} + \text{Resmi rezervler} + \text{Net hata ve noksan} = 0$$
 olarak kabul edilir.

Ödemeler bilançosu, ülkenin mal, hizmet ve sermaye akımları gibi işlemler aracılığıyla sağladığı gelirin dışarıya yapılan ödemelere eşit olup olmadığını ortaya koymaktadır ve o ülkenin ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları yansıtmaktadır. Bu nedenle çoğu kez o ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

Ülkenin uluslararası ekonomik ve mali işlemlerinin gruplandırılarak incelenmesi, dış ödemeler açığı veya fazlası, dış dengesizliklerin giderilmesi, iç ve dış dengenin birlikte sağlanması gibi konuları bünyesinde barındırması, ödemeler bilançosunu iktisat teorisinin en temel konularından birisi haline getirir. Bununla

beraber, ödemeler bilançosu yalnızca hükümet yetkilileri için değil, dış ticaret ve yatırımlarla ilgili tüm kişi, firma ve kuruluşlar bakımından da önemli bir göstergedir (Seyidoğlu, 2003b: 395-396).

## **1.2.Ödemeler Bilançosu Ana Hesap Grupları**

Bir ülkedeki yerleşiklerin, dünyadaki diğer yerleşiklerle yaptığı milyonlarca işlemin tek tek ödemeler bilançosunda gösterilemeyeceği açıktır. Özet bir tablo olan ödemeler bilançosu, bütün ticari işlemleri birkaç kategoriye ayırarak bir araya toplar. Kolayca anlaşılabilen ve yorumlanabilen bir araç olarak kullanılabilmesi için, ülkenin dış dünya ile yaptığı borçlu veya alacaklı işlemler ortak özelliklerine dayanarak belli hesap gruplarına kaydedilirler (Seyidoğlu, 2003b: 401). Ödemeler bilançosu ikisi otonom ikisi denkleştirici hesap olmak üzere dört ana hesap halinde incelenir bu hesaplar; cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesapları, denkleştirici niteliğe sahip rezerv hareketleri ile net hata ve noksan hesabıdır.

### **1.2.1.Cari İşlemler Hesabı**

Ödemeler dengesi altında yer alan “cari işlemler hesabı”, net hata noksan hesabı göz ardı edilerek düşünüldüğünde, merkez bankasının muhabir hareketlerini gösteren döviz rezervlerindeki değişimin de dâhil olduğu sermaye ve finans hareketleri dengesine mutlak değer cinsinden eşittir. Cari işlemler hesabı açık verdiğinde ülke, yurt dışından kazandığı paradan daha fazlasını, yurt dışına göndermiş demektir. Dolayısıyla yaratılan açık, dışarıdan borçlanılarak veya yurt içi varlıkların satılması suretiyle kapanır. Bunun tersi durumda da, yani cari işlemler hesabı fazla verdiğinde yurt içi yerleşiklerce yurt dışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Sonuç olarak cari işlemler hesabı, yurt dışındaki yerleşiklere karşı olan toplam yükümlülüklerimizdeki veya yurt dışındaki yerleşik bir ülkede bulunan varlıklardaki değişimi göstermektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 4).

Ülkenin bütün mal ve hizmet ithalatı ve ihracatı bu hesapta toplanır. Bu nedenle cari işlemler hesabının borçlu ya da alacaklı bakiyeleri ülkenin döviz gelir ve giderlerini; dolayısıyla da milli gelir, istihdam, enflasyon ve büyümeyle ilgili değişkenleri yakından ilgilendirir (Parasız, 2008: 559). Bu hesap, cari yılda üretilen mal ve hizmetlerin ithal ve ihracı ile yatırım gelirlerini ve tek yanlı transferleri kapsadığı için ülkenin uluslararası işlemleri ile milli geliri arasında doğrudan bir ilişki kurmaktadır. Cari işlemler dengesi içinde dış ticaret dengesi, turizm gelir gider dengesi,

yurt dışı müteahhitlik hizmetleri, yurt dışından işçi dövizleri ve faiz ödemeleri ile kar transferleri kalemleri bulunur. Dolayısıyla cari işlemler dengesi esasen ekonominin reel kesiminin mal ticareti ve üretici faktörlerinin döviz gelir ve giderlerinin dengesini vermektedir. Kamuoyunda daha çok kullanılmakta olan dış ticaret açığı kavramından daha geniş bir tanımlama içerdiği için, bir ülkenin döviz açığının belirlenmesinde de önemli bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.

**Mal Ticareti:** Mallar; genel mal ticareti, işlem gören mallar, onarım gören mallar, taşıtlar için limanlarda sağlanan mallar ve parasal olmayan (ticari altın) altını kapsar. Dış ticaret akımları özel ticaret veya genel ticaret sistemleri çerçevesinde belirlenmekte olup ülkelere göre değişim gösterebilmektedir. Özel ticaret sistemi gümrüklerden giriş çıkış yapan malları kapsamakta bu nedenle, ülke sınırları içerisinde yer alan serbest bölgelere sınır dışından gelen ve giden mallar sistem dışında bırakılmaktadır. Oysa genel ticaret sistemi milli sınırlardan giren ya da çıkan tüm malları dikkate almaktadır (TCMB, 2007: 4).

**Hizmetler:** Hizmet ihraç ve ithaline ilişkin gelir ve giderlerin kaydedildiği hesaptır. Kapsamını, taşımacılık (navlun dâhil), turizm gelir ve giderleri, haberleşme hizmetleri, inşaat hizmetleri, sigorta hizmetleri, finansal hizmetler, bilgisayar ve bilgi hizmetleri, patent ve lisans komisyonları, ticari ve ticaret bağlantılı diğer hizmetler, finansal kiralama hizmetleri, çeşitli teknik hizmetler, kişisel, kültürel ve eğitsel hizmetler ile resmi hizmetler oluşturur (TCMB, 2007: 5).

**Gelirler:** Çalışanların ücretleri, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarları içermektedir. Ayrıca bu kalem doğrudan yatırımlar ile ilgili olarak hisse gelirleri, kar payları, sermayeye katılan kazançlar ile şirketler arası diğer yatırımlardan doğan gelir ve giderleri de içermektedir. Portföy yatırımlarında da hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) kapsamaktadır. Diğer yatırımlarda ise diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderler (faiz) kaydedilmektedir (TCMB, 2007: 5).

**Cari Transferler:** Ekonomiye mal, hizmet veya para girişi gerçekleştiği halde, bu girişler karşılığında kaynak transferi yapılmayan transferleri içermektedir. Bu kalem hem genel hükümeti hem de diğer sektörleri içermektedir (TCMB, 2007: 5).



### 1.2.1.1.Cari İşlemler Hesabının Yapısal Analizi

Cari işlemler hesabının toplam döviz gelirleri ile toplam döviz giderlerinin karşılaştırılmasından elde edeceğimiz ilk sonuç, cari işlem açıkları veya fazlalarıdır. Bu hesaptan elde edilen sonuç, bize ülkenin nominal iktisadi işlemlerinden döviz kazanıp kazanmadığını gösterir. Eğer toplam döviz gelirleri toplam döviz giderlerinden fazla ise cari işlemler fazlası veya cari fazla elde edilir. Ters durum söz konusu olduğunda ise cari işlemler açığı veya cari açık meydana gelir (Ertürk, 1999: 249).

Cari işlemler dengesi eğer açık veriyorsa bu açığın doğal olarak borçlanma ile karşılanması beklenir. Dolayısıyla, cari işlemler hesabında bir açık mevcut ise, sermaye hareketleri dengesinde bir fazla olmalıdır. Sermaye hareketleri, finansal sermaye akımlarına dayalı döviz giriş ve çıkışlarını takip eder ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy akımları, kısa ve uzun vadeli dış krediler rakamlarını ifade eder. Söz konusu akımlar içerisinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları dışındaki finansal sermaye girişleri doğası gereği borç artırıcı özelliktedir. Bu yüzden, cari işlemlerdeki açığın mutlak anlamda büyük ya da küçük olmasından ziyade, nasıl finanse edildiği önemlidir.

Bir ülkenin bir dönemdeki cari işlemler dengesi, o ülkenin net dış varlıklarındaki değişimleri temsil ettiğinden ülke cari fazla veriyorsa borç veren konumunda, cari açık veriyorsa borçlanan konumundadır. Net ihracat fazlası olan ülke, bu fazlaya eşit olacak şekilde net dış varlık elde ediyordur. Çünkü yabancılara, onlardan satın alınandan daha fazla satmaktadır. Net dış ticaret açığı veren ülke ise bu açık kadar yurt dışından borçlanmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 5).

Cari açığın, doğrudan yatırımlar veya uzun vadeli döviz girişleri ile finanse edilmesinin göreceli olarak daha az sorunlu olduğu söylenebilir. Öte yandan cari açığın kısa vadeli ve dış borçları artırıcı biçimde sıcak para akımları ile finanse edilmesi tehlike arz etmektedir.

Eğer cari işlemler ve sermaye hesapları ile net hata noksan kalemlerinin toplamı sıfırdan farklı bir rakam veriyorsa, bu rakam döviz rezervlerine aktarılır. Söz konusu pozitif bakiye ödemeler dengesi istatistiklerine eksi olarak girer ve rezerv artışlarına kaydedilir. Buradaki mantık, fazla veren döviz hesabının ödemeler dengesi istatistiklerinden çıkartılarak, rezervlere eklenmesine dayanır. Dolayısıyla ödemeler

dengesi istatistiklerinde rezerv hareketlerinde eksi ifadesi rezervlerin artmakta olduğunu (ödemeler dengesindeki hesabın eksildiğini) ifade eder.

Bu hesaptan elde edilen diğer bir sonuç da dış ticaret açığı veya fazlasıdır. Eğer ihracat ithalattan fazla ise dış ticaret fazlası tersi durumda da dış ticaret açığı meydana gelir. Ayrıca ihracatın ithalata oranı ile elde edilen sonuç ihracatın ithalatı karşılama oranını verir. Bir başka açıdan, cari işlemler dengesi bir ülkede yerleşik ekonomik birimlerin yurt dışındaki yerleşiklerden tasarruf ithal edip etmediğini gösterir. Cari işlemler açığı olan bir ülke yurt dışından tasarruf ithal ediyor demektir. Cari işlemler fazlası durumunda ise ülke yurt dışına tasarruf ihraç ediyor demektir (Eğilmez ve Kumcu, 2005: 241).

Yeni gelişen ülkeler için, büyüme sürecinde, cari işlem açıklarının olağan borçlanmayla karşılanabilecek düzeyde tutulması, dış ticaretten büyümeye gelen olumlu etkileri en çoklaştırmak ve olumsuz etkileri de en azlaştırmak kadar önemlidir. Çünkü ikiz—açık modelinin belirttiği gibi, büyümeyi sınırlayan öğelerden biri olarak döviz geliri, tasarrufla birlikte göz önünde tutulmayı gerektirir. Ayrıca dış borçlanma arttıkça, dış finans kurumlarının ekonomideki etkisi de artar.

$$\text{Cari Hesap} + \text{Sermaye Hesabı} = \text{Resmi Rezerv Hareketleri}$$

Ödemeler dengesi hesabından görebileceğimiz gibi, cari hesaptaki fazla veya açığın ya sermaye hesabındaki işlemlerle (dışarıdan borçlanarak veya ödünç vererek) ya da hükümetin rezerv varlık kalemlerindeki değişmelerle dengelenmesi gerekmektedir. Cari işlemler hesabı, cari yılda üretilen mal ve hizmetlerin ithal ve ihracatını kapsadığı için ülkenin dış ekonomik işlemleri ile ulusal geliri arasında doğrudan bir bağ kurmaktadır. Ülkede üretilip yabancılara satılan mallar, ülkenin GSYİH'sinin bir bölümüdür. İthalat ise yabancı mal ve hizmetlere yapılan harcamalardır. O bakımdan açık ekonomilerde ulusal gelirin oluşumu açısından cari işlemler dengesinin önemli bir yeri vardır. Milli gelir hesaplamalarında ihracat toplam harcamaları artıran, ithalat ise toplam harcamaları azaltan durumdadır.

Cari işlemler dengesine matematiksel olarak ulaşabilmek için iki yol mevcuttur. Bunlardan birincisi ödemeler dengesi veri toplama yöntemine göre, mal ve hizmetler dengesine net yatırım gelirleri (veya giderleri) ile cari transferlerin eklenmesi ile bulunur (Babaoğlu, 2005: 5). Cari dengeyi açıklamada kullanılan diğer yol ise milli gelir hesabını dikkate alan yöntemdir. Buradaki cari işlemler dengesi devlet kesiminin

olduğu dışa açık bir ekonomide milli gelir denge özdeşliği yardımıyla kolayca gösterilebilir. Buna göre milli gelir özdeşliği Dornbusch ve Fischer, (1990):

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1.1)$$

biçiminde yazılır. Burada, (Y) milli gelir<sup>1</sup>, (C) özel tüketim harcaması, (I) özel yatırım harcaması, (G) devletin mal ve hizmet alımları ve (X-M) net ihracatın toplamına eşittir. Şimdi Denklem (1.1)'deki gelirin bir kısmının vergilere (T) gittiğini ve özel kesimin milli gelire ek olarak net transfer (TR) elde ettiğini dikkate alırsak, harcanabilir gelir (YD) şu şekilde yazılır:

$$YD = Y + TR - T \quad (1.2)$$

Harcanabilir gelirin bir kısmı tüketime bir kısmı ise tasarrufa (S) gideceğinden yukarıdaki denklemin yeniden yazılması gerekir. Buna göre, harcanabilir gelir:

$$YD = C + S \quad (1.3)$$

Bu durumda yukarıda yer alan her iki denklem de harcanabilir geliri ifade ettiğinden söz konusu iki denklem bir araya getirilerek yazıldığı zaman yeni bir özdeşlik elde edilir:

$$C + S = YD = Y + TR - T \quad (1.4)$$

veya

$$C = YD - S = Y + TR - T - S \quad (1.5)$$

Denklemin sağ tarafı, milli gelir özdeşliği denkleminde yerine yazılır ve gerekli bazı işlemler yapıldıktan sonra yeniden yazılırsa cari işlemler dengesine ilişkin bir ifade elde edilir.

$$(S - I) + (G + TR - T) = (X - M) \quad (1.6)$$

Buna göre yukarıdaki eşitlik, özel kesim tasarruflarının yatırımları aşan kısmının (S - I) devletin bütçe açığıyla (G + TR - T) ticaret fazlasının (X - M) toplamına eşit olduğunu gösterir. Görüldüğü üzere, özel kesimin tasarruf fazlasıyla, devlet bütçesi ve dış âlem arasında önemli bir bağ ortaya çıkmaktadır.

Matematiksel olarak elde edilen tasarruf yatırım farkı cari denge rakamı, ülkelerin ödemeler dengesindeki cari denge rakamına eşit olmasa da cari açığın hangi değişkenden kaynaklandığını göstermesi açısından önemlidir. Cari dengenin tasarruf veya yatırımlara göre alacağı değer, sürdürülebilirlik analizinde önemli bir yer tutmaktadır (Babaoğlu, 2005: 7). Bu eşitlik en basit şekliyle, ülkede tasarruf açığı olduğunda yani yatırımlar tasarruflardan fazla ise bu açığın cari işlemler açığı ile

<sup>1</sup> Burada milli gelirle kastedilen şey Gayri Safi Yurt İçi Hâsıladır (GSYİH).

finanse edileceğini göstermektedir. Tasarruf fazlası olan ülkelerde, diğer bir deyişle tasarrufun yatırımlardan fazla olduğu durumda, cari işlemler dengesinde fazla vererek oluşan fazlayı yurt dışına ihraç ederler (Eğilmez ve Kumcu, 2005: 242).

Özel kesim, tasarruflarının üzerinde yatırım yaptığında,  $(S - I) < 0$ , kamu kesimi de finansman açıkları verdiğiğinde,  $(T - G) < 0$ , cari işlemler açığının olması,  $(X - M) < 0$ , kaçınılmazdır. Bir başka deyişle, eğer yurt içi tasarruf yurt içi yatırımı aşıyorsa fazla tasarruf yabancılara borç vermek için kullanılmaktadır. Yabancılar, bizim onlara sunduğumuzdan bize daha az mal ve hizmet sundukları için, bu fonlara ihtiyaç duyuyorlar. Yani bir ticaret fazlası veriyoruz. Eğer yatırım tasarrufu aşıyorsa ilave yatırım dışarıdan borçlanılarak finanse edilmek zorundadır. Bu yabancı fonlar ihraç ettiğimizden daha çok mal ve hizmet ithal etmemize olanak sağlamaktadır. Yani bir ticaret açığı veriyoruz. Yukarıdaki denklemde eşitliğin sol tarafı iç dengeyi oluşturan yatırım – tasarruf ve bütçe dengesini, sağ tarafı ise dış ticaret dengesini tanımlamaktadır. Bu eşitlik aynı zamanda ülkeler için üç temel açığı ifade etmektedir ve dışa açık ülkelerde her üç dengeye ulaşılmasının mümkün olmadığı belirtilmelidir.

#### 1.2.1.1.1. İkiz Açıklar Modeli

Literatürde bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkiye odaklanan iki temel teorik yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, geleneksel Keynesyen yaklaşımdır. Geleneksel Keynesyen yaklaşıma göre bütçe açığı ile cari işlemler açığı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. İkinci yaklaşım ise bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını savunan Ricardocu Denklik hipotezidir.

Geleneksel Keynesyen yaklaşıma dayanan ikiz açık hipotezi, bütçe açıkları ile cari işlemler açığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ve bütçe açıklarındaki artışların cari işlemler açığına neden olduğunu ileri sürmektedir. Mundell – Fleming modeline dayalı Geleneksel Keynesyen yaklaşıma göre, esnek döviz kuru rejiminin ve sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide, bütçe açığında meydana gelen artış ülkenin borçlanma gereksiniminin artmasına yol açmaktadır. Artan kamu kesimi borçlanma gereksinimi yurt içi faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturarak, yurt içi faiz oranının, yurt dışı faiz oranlarının üzerine çıkacak şekilde artmasına yol açmaktadır. Nitekim yurt içi faiz oranlarındaki artışın sonucu olarak, ülkeye giren uluslararası sermaye akımlarındaki artış, ulusal paranın değer kazanmasına neden

olmaktadır. Dolayısıyla ulusal paranın değeri kazanması, yurt dışındaki malların fiyatlarını nispi olarak ucuzlatarak ithalat eğilimini artırmakta ve ihracatı azaltmaktadır. Ulusal paranın değerindeki artış ve net ihracattaki azalma nihai olarak dış ticaret açığıyla (cari işlemler açığıyla) sonuçlanmaktadır. Bu nedenle Keynesyen görüşe göre, bütçe açığındaki artış dış ticaret açığına neden olmaktadır. Diğer yandan Keynesyen yaklaşım, iki açık arasındaki nedensel ilişkinin bütçe açığından cari açığa doğru olduğunu, fakat tersi durumun söz konusu olmadığını ileri sürmektedir. Zira Keynesyen görüş, sabit döviz kuru rejimi altında da artan bütçe açıklarının mali canlandırma etkisi ile cari işlemler açığına neden olacağına dair kanıtlar sunmaktadır. Aslında Mundell – Fleming modeli, bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasındaki ilişkinin bulunduğunu gösteren Keynesyen toplam harcama (massetme) yaklaşımının varlığını ortaya koymaktadır. Toplam harcama yaklaşımına göre, bütçe açıklarındaki artış, yurt içi harcamaları artırarak ithalatta genişlemeye, ihracatta ise daralmaya neden olmaktadır. Dış ticaret dengesinin bozulması net ihracatın azalmasına ve dolayısıyla cari açığın artmasına yol açmaktadır (Darrat, 1988: 880, Islam, 1998: 122–123, Kaufmann vd. 2002: 530-531, Hatemi-J ve Shukur, 2002: 817-818, Baharumshah ve Lau, 2006: 214, Arize ve Malindretos, 2008: 4, Daly ve Siddiki, 2009: 1156).

Ricardocu Denklik hipotezine göre, bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Barro (1974) tarafından ortaya konan Ricardocu Denklik hipotezi yaklaşımı, kamu harcamalarının vergi artışı ya da borçlanma ile finanse edilmesinin cari işlemler dengesi üzerinde bir etkisi bulunmadığını ileri sürmektedir (Barro, 1974: 1095–1097, Enders ve Lee, 1990: 373, Arize ve Malindretos, 2008: 4, Marinheiro, 2008: 1042). Ricardocu Denklik hipotezine göre, kamu harcamalarının borçlanma ile finanse edilmesi durumunda rasyonel davranan bireyler, bütçe açığının finansmanı için gelecek dönemlerde vergilerin artırılacağını beklemektedirler. Bu nedenle rasyonel bireyler, gelecek dönemdeki vergi artışlarını karşılamak için tasarruflarını artırmaktadırlar. Keynesyen teori, bireylerin mali olarak aldanacağını iddia ederken, Ricardocu yaklaşım vergilerin bugün veya gelecekte ödenmesi arasında herhangi bir fark göremeyen rasyonel bireylerin mali aldanma yaşamayacağını öne sürmektedir. Dolayısıyla Keynesyen görüşün öne sürdüğü ulusal tasarruflardaki azalmanın faiz oranı üzerindeki yukarı yönlü baskısı, Ricardocu Denklik hipotezi tarafından reddedilmektedir. Öte yandan Ricardocu yaklaşıma göre, kamu tasarruflarındaki azalma bireysel tasarruflardaki artışlarla dengelenmektedir. Bunun

sonucunda bireyler, gelecekte daha fazla vergi ödeyeceklerini düşündükleri için cari dönemdeki tasarruflarını artırmaktadırlar. Geleneksel Keynesyen yaklaşımın aksine, Ricardocu Denklik hipotezine göre, bütçe açığındaki artış reel faiz oranını değiştirmeyeceği için cari açığı da etkilemeyecektir (Barro, 1974: 1096). Ricardocu Denklik hipotezine göre, kamu harcamalarının vergilerin artışı ya da borçlanma yoluyla finansmanının toplam talep veya faiz oranı üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Vergi gelirlerindeki artış, bütçe açığını azaltmakta ancak dış açığı değiştirmemektedir. Diğer bir ifadeyle, kamunun finansman kompozisyonundaki bir değişikliğin (borçlanma ya da vergi) reel faiz oranları, toplam talep, özel harcamalar, kur ya da cari işlemler dengesi üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Bu nedenle Ricardocu Denklik hipotezine göre, Keynesyen yaklaşımda olduğu gibi ekonomide dışlama etkisi (crowding out) ortaya çıkmamaktadır. Ekonomide dışlama etkisinin bulunmaması nedeniyle, tasarruf–yatırım düzeyi aynı seviyede kalmakta ve borçlanmanın ekonomi üzerinde reel bir etkisi olmamaktadır (Barro, 1974: 1095-1097, Barro, 1989: 38-39, Enders ve Lee, 1990: 373, Arize ve Malindretos, 2008: 4, Marinheiro, 2008: 1042).

#### 1.2.1.1.2. Üçüz Açıklar Modeli

Son yıllarda uluslararası sermayenin artması nedeniyle, bütçe açıklarının kapanmaya başlamasına rağmen cari işlemler açığının büyümeye devam etmesi yurt içi tasarruf–yatırım dengesinde bir artış meydana getirmiştir. Bu ise ikiz açık hipotezinde pasif konumda olan tasarruf–yatırım dengesinin önemini ortaya çıkarmış ve üçüz açık kavramı gelişmiştir. Kamu kesimi gelir ve gider dengesi ile özel kesimin tasarruf–yatırım dengesi toplamı cari dengeye eşit olduğundan bu bağlamda yurt içi yatırımlara kıyasla yurt içi tasarrufların yetersiz kalmasına bağlı olarak ortaya çıkacak olan tasarruf açığı ikiz açık problemine eşlik ederek üçüz açıkları oluşturmaktadır (Szokolczai, 2006: 41).

$(S - I) + (T - G)$  ifadesi bir ülkenin iç ekonomik dengesini,  $(X - M)$  ifadesi ise bir ülkenin dış ekonomik dengesini göstermektedir. Yani bir ülkenin iç ekonomik dengesi ile dış ekonomik dengesi birbirine eşittir ve bir ülkenin iç ekonomik dengesi ne kadar açık veriyorsa, dış ekonomik dengesi de o kadar açık veriyor demektir. Bu durum, iç ekonomik dengedeki sapmanın dış ekonomik dengesizlikle absorbe edildiğine, yani finanse edildiğine işaret eder. İç ekonomik dengeyi oluşturan öğelerden birinin açık vermesinin yanında cari dengenin de açık vermesi ikiz açık, iç dengelerden her ikisinin

açık vermesiyle beraber cari dengenin de açık vermesi ise üçüz açık olgusuyla ifade edilmektedir (Tulumce, 2013: 98). İç ve dış dengenin bozulması ise ekonomide makroekonomik değişkenler üzerinde çeşitli etkiler yaratmaktadır. Bir ekonomide yaşanan cari açık sorunu işsizlik, fiyat istikrarı ve büyüme gibi makroekonomik büyüklükler üzerinde sorunlar ortaya çıkarmaktadır.

#### **1.2.1.2.Cari İşlemler Dengesini Etkileyen Faktörler**

Cari işlemler hesabında meydana gelen bir dengesizlik durumunda (açık veya fazla) sorunun ortadan kaldırılabilmesi için hangi araçların hangi hızda devreye sokulabileceği, bu araçların ekonominin iç dengelerini ne şekilde etkileyebileceği gibi durumlar ülke ekonomisini yönetenlerin üzerinde en çok durdukları sorunlardandır. Bundan dolayı cari işlemler dengesini etkileyen faktörler üzerinde, ekonomik karar birimleri tarafından önemle durulmuştur. Bu faktörler; ticaret hadleri, mali politikalar ve reel döviz kurlarıdır.

##### **1.2.1.2.1.Ticaret Hadleri**

Dış ticaret hadleri, bir ülkenin sattığı ve satın aldığı malların fiyatlarındaki değişimler dolayısıyla dış ticaretten kazançlı ya da zararlı çıktığını göstermeye yarayan bir kavramdır.

Cari işlemlere yatırım–tasarruf açısından bakacak olursak, öncelikle tasarrufun ticaret hadlerine nasıl yanıt verdiği sorusuna yanıt bulmamız gerekir. Önceleri bu soruya geleneksel yanıt klasik Harberger–Laursen–Metzler etkisi içerisinde veriliyordu. HLM Etkisi Laursen ve Metzler’in (1950) şu cümleleri ile tanımlanabilir: Değer kaybının yaşandığı ülkede ithalat fiyatlarının yükselmesi, diğer şeyler sabitken reel gelirden bir azalışı temsil eder. Bu durumda gelirin mal ve hizmetlere harcanan kısmı yükselir. Gelirin mal ve hizmetlere harcanan kısmı yükseldiği için, istihdam ve gelir, değer kaybının yaşandığı ülkede artma eğilimindedir. Bu nedenle ithalat talebi yükselir. İthalat fiyatlarının düştüğü ikinci ülkede ise gelirin mal ve hizmetlere harcanan kısmı azalır, çıktı seviyesi düşer, ithalat talebi istihdamdaki azalışla birlikte azalır. Gelir hareketleri nedeniyle, değer kaybının yaşandığı ülkenin ithalatında bir artış, ihracatında ise bir azalış ortaya çıkar. Bu sürecin sonunda ise şu sonuç ortaya çıkar: Değer kaybı ödemeler dengesini değişmeden bırakırsa; nihai etkisi, değer kaybının yaşandığı ülkede bir ticari açık olacaktır. HLM Etkisi, bu açıklamalardan sonra şu şekilde tanımlanabilir;

dış ticaret dengesinin sağlandığı bir ekonomide, dış ticaret haddindeki negatif (pozitif) hareketlerin, diğer şeyler sabitken reel geliri azaltacağı (artıracağı) ve reel gelirin azalan (artan) her seviyesinde küçülen (büyüyen) marjinal tasarruf eğiliminin, sabit bir yatırım ve bütçe dengesi seviyesinde dış ticaret açığına (fazlasına) neden olacağı hipotezi, iktisat literatüründe HLM Etkisi olarak bilinmektedir.

Harberger—Laursen—Metzler etkisinden yola çıkarak Obstfeld (1982), ticaret hadlerindeki bozulmayla refah düzeyinin düştüğünü, hedeflenen refah düzeyine ulaşabilmek için ülkenin dış varlıklarını toplamak zorunda olduğunu ve bu yüzden, Harberger—Laursen—Metzler etkisine zıt olarak, dış ticaret hadlerinde bozulmayla birlikte tasarruf oranının arttığını ileri sürmüştür. Sachs (1981) ile Svensson ve Razin (1983) ise geçici ve sürekli ticaret hadleri bozuklukları arasındaki farka odaklanmışlardır (Persson ve Svensson, 1985: 44).

Dış ticaret hadlerindeki bir bozulma nedeniyle ticaret bilançosundaki değişmelerin üç farklı etkisi vardır. Bunlar; net ihracat vektörünün yeni değerinden oluşan doğrudan etki, dış ticaret hadlerindeki bozulmanın refah düzeyini azaltmasıyla oluşan tüketimdeki refah etkisi ve göreceli fiyat değişimleri nedeniyle tüketimdeki ikame etkisidir (Svensson ve Razin, 1983: 99).

Dış ticaret kazançlarını farklı yönlerden ölçmek için geliştirilmiş olan farklı dış ticaret hadleri tanımlamaları vardır. Bu tanımlamalar; ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranı olarak tanımlanan net dış ticaret hadleri, ithalat hacim endeksinin ihracat hacim endeksine oranı olarak tanımlanan gayrisafi değişim ticaret hadleri, net dış ticaret hadleri ile ihracat hacim endeksinin çarpımı olarak tanımlanan gelir ticaret hadleri ve net dış ticaret hadlerinin verimlilik endeksi ile çarpımı olarak tanımlanan faktör ticaret hadleridir.

Dış ticaret hadleri tanımlamaları içerisinde en çok kullanılan net dış ticaret hadleridir. Net dış ticaret hadlerini formül olarak şöyle gösterebiliriz:

$$TT = P_X/P_M \quad (1.7)$$

Burada  $P_X$  ihracat fiyatları endeksini ve  $P_M$  ise ithalat fiyatları endeksini göstermektedir. Denklemden açıkça görülebileceği gibi, ithalat fiyatları sabitken ihracat fiyatlarının düşmesi veya ihracat fiyatlarında bir değişme olmaksızın ithalat fiyatlarının yükselmesi durumunda ya da her iki fiyat endeksi yükselirken, ithalat fiyatlarının ihracat fiyatlarından daha fazla artması durumunda ticaret hadleri ülke aleyhine değişir.



Bir ülkenin ihraç ettiği mallar en azından birkaç açıdan farklılık gösterme eğilimindedir ve ihraç ile ithal malların göreceli fiyatları talepteki ve arzdaki kaymalar sonucunda değişmektedir. Bu ticaret hadleri değişimi özel tüketim kararlarını etkiler, mevcut endüstrilerin kapanmasına ya da yeni endüstrilerin ortaya çıkmasına neden olur. Bu durum küresel makroekonomik şokların yayılmasında en önemli kanaldır. Ayrıca dönemlerarası ticaret hadlerindeki değişim ülke refahını da etkiler, bunun temel nedeni ise ticaret hadlerinde düşme ( $P_X/P_M \downarrow$ ) meydana gelen ülkenin her birim ihraç malı karşısında daha az ithal malı elde etmesidir (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 235-236).

Dış ticaret hadlerindeki geçici bir bozulma, reel gelirde bir bozulma ve reel faiz oranlarında bir değişme olmak üzere iki etki yaratır. Harcamalardaki düşüş, reel gelirdeki bir düşüşün fonksiyonu olduğu için reel gelirdeki bir düşüş negatif doğrudan etkiye ve refah etkisine ve bu yüzden de ticaret bilançosunda bir kötüleşmeye neden olur. Bu, harcama uyumlaştırma (spending smoothing) davranışının bir örneğidir. Reel faiz oranındaki değişme harcamalarda ikame etkisine neden olur. Reel faiz oranları düşerse ikame etkisi, doğrudan etki ve refah etkisini güçlendirecektir ve cari işlemler dengesi bozulacaktır (Svensson ve Razin, 1983: 100).

Dış ticaret hadlerindeki kalıcı bir bozulma ise tüketim ve gelirin aynı oranda azalmasına ve bu yüzden de tasarruf oranında belirsiz bir etkiye sahip olur (Persson ve Svensson, 1985: 44).

Persson ve Svensson (1985), mallar ve finansal aktifler için tam ve mükemmel dünya piyasalarıyla karşı karşıya olan küçük açık bir ekonomiyi ele almışlardır. Yerli ve yabancı mallar olmak üzere ticarete konu olan iki tür mal vardır. Ülke yerli malları üretilip ihraç ederken, yabancı mal ithal eder. Her dönemde ekonomi belirli bir fiyat düzeyinde (yabancı mallar cinsinden yerli malları) serbestçe ticaret yapabilir. Benzer şekilde belirli faiz oranında uluslararası kredi piyasalarından borçlanabilir veya borç verebilir. Bu varsayımlar yalnızca geçici ve sürekli şoklar da değil, aynı zamanda beklenen ve beklenmeyen şoklarda da farklı etkilere sahiptir.

Persson ve Svensson'un (1985), modellerinde ticaret hadlerinde geçici bir beklenen bozulma, bugünkü tüketimin gelecekteki tüketim açısından maliyetini arttırır. Geçici bir beklenen ticaret hadleri bozulması ile birlikte ortaya çıkan tüketime dayalı reel faiz oranında artış tasarrufu teşvik eder. Bu nedenle beklenen şok durumunda cari işlemler dengesini iyileştirici etki ve tahmin edilmeyen şok durumunda da bozucu etki

ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan beklenmeyen kalıcı nitelikteki ticaret hadlerinin bozulması cari işlemler dengesi üzerinde bir etkiye sahip değilken, geçici bir beklenmeyen ticaret hadleri kötüleşmesi durumunda, cari işlemler dengesi açık verecektir.

Ticaret hadleri, cari işlemlerdeki kısa dönem dalgalanmalarda önemli bir belirleyicidir. Özellikle ticaret hadlerindeki değişimler düşük sıklıkta cari işlem değişimlerini birkaç nedenden etkileyebilir. Ticaret hadlerinde daha fazla dalgalanmalarla yüz yüze olan bir ekonomideki birimler, değişen gelir akımları karşısında tüketim akımlarını uyumlaştırmak için önlem olarak daha fazla tasarruf edebilirler. Bununla birlikte ticaret hadleri değişimlerinin yatırım ve bu yüzden cari işlemler üzerindeki etkisi daha az açıktır. Ticaret hadlerinde daha fazla dalgalanma olan ülkeler uluslararası sermaye için daha az ilgi çekici olabilirler (Chinn ve Prasad, 2003: 51).

Küçük bir ekonominin ticaret hadlerindeki değişme, bu tür ekonomilerin cari işlemler dengesi için önem taşıyan, faktör fiyatlarında bir değişme gibi dünya göreceli fiyatlarında temel bir değişimi ve dünya ekonomisinde temel teknolojik değişmeyi yansıtabilir. Hâkim yaklaşım, bu yüzden iki kritik metodolojik eksikliğin sıkıntısını çekebilir. Birincisi; ticaret hadlerindeki bir değişim dünya ekonomisindeki göreceli fiyatlardaki bir değişimi yansıtıyorsa, bu değişim dünya ekonomisinde tercihlere veya teknolojilere bağlı olarak oluşan bazı dışsal şoklarla ilişkilendirilebilir. Bu şokların ticaret hadlerinde bir değişim sağlamasından başka anlamları da olabilir. Örneğin, ticaret hadlerindeki bozulma küçük bir ekonominin ihraç edilebilir mallar üretimindeki dünya çapında meydana gelen bir teknolojik ilerlemenin sonucuysa, cari işlemlerin bu değişime cevabının değerlendirmesi bir yandan ticaret hadlerindeki bozulmayı, diğer yandan ülkenin teknolojik ilerlemeden hoşnut olduğunu göstermesi bakımından önemli olabilir (Galor ve Lin, 1994: 1002). Bu yüzden cari işlemler dengesi dinamiklerinin geniş kapsamlı bir tartışması, içsel değişkenlerdeki değişimlerden daha çok göreceli fiyatlardaki değişimlere sebep olan dünya ekonomisinin temellerindeki değişimlere dayandırılmalıdır.

İkincisi; küçük ekonomi açısından dünya göreceli fiyatları ve faiz oranları dışsalken, bunlar dünya ekonomisi açısından birbirleriyle bağlantılıdır. Özellikle ticaret hadleri bozulması sermaye yoğun malların göreceli fiyatlarının artışının sonucuysa, o

zaman bu duruma dünya faiz oranlarında bir artış eşlik edecektir. Eğer emek yoğun malların göreceli fiyatlarındaki bir artışın sonucuysa o zaman bu duruma dünya faiz oranlarında bir gerileme eşlik edecektir. Bu yüzden cari işlem dinamiklerinin belirlenmesinde dünya faiz oranlarına verilen önem ve ticaret hadlerindeki bozulmaya faktör yoğunluğuna bağlı olarak dünya faiz oranlarında bir artış veya azalış eşlik edebileceği gerçeğinin, literatürdeki ticaret hadlerindeki değişimlerden izolasyonu metodolojik olarak hatalıdır. Cari işlemler dinamiklerinin geniş kapsamlı bir tartışması mal ve faktör fiyatlarının esaslı bir şekilde bağlı olduğu dinamik genel denge modeline dayandırılmalıdır (Galor ve Lin, 1994: 1002).

Ticaret hadleri kötüleşmesinin toplam harcamaların durgun durum düzeyi ya da ülkenin net dış varlık pozisyonunu üzerindeki etkisini belirlemek olanaklı değildir. Bunun nedeni ikame etkisi ile tamamlayıcılık etkisinin cari işlemler üzerinde rekabet edici etkilere sahip olmasıdır. Sadece tamamlayıcılık etkisinin söz konusu olduğu durumda, alışkanlıkların olduğu ve tüketimde sürekliliğin olmadığı varsayımıyla, ticaret hadleri kötüleşmesinden sonra sürekli gelir düştüğünden yaşam standardı da düşmek zorundadır. Tamamlayıcılık etkisiyle temsili birey alışılmış yaşam standardını sürdürmek isteyecek, bu yüzden ticaret hadleri kötüleşmesinden sonra tasarruflar düşecek, toplam harcamalar artacak ve ülke cari işlem açığı verecektir. Toplam harcamalar ve ülkenin net dış varlık pozisyonu zamanla kademeli olarak azalacaktır. Sürekliliğin olduğu, alışkanlıkların olmadığı varsayımıyla ticaret hadlerinde bir kötüleşmeyle tercihler ikame edilebilirlik özelliği gösterecektir. Ticaret hadlerinde kötüleşme gerçekleştikten sonra tasarruflarda bir artış olacak ve cari işlemler fazla verecektir. Bunun nedenleri şöyle açıklanabilir: Temsili birey, sürekli gelirinde bir düşme yaşayınca net varlık stokunu tüketmeye başlar ve bu stoklarını eski seviyesine getirebilmesi için tasarrufla bulunması birey için optimal davranıştır. Bu yüzden ticaret hadlerinde bir kötüleşmeden sonra toplam harcamalarda bir düşüş oluşacak ve cari işlemler fazla verecektir. Toplam harcamalar ve ülkenin net dış varlık pozisyonu zaman içerisinde kademeli olarak artacaktır (Monsoorian, 1998: 77-78).

#### **1.2.1.2.2.Mali Politikalar**

Kamu harcamalarında bir artış, yurt içi yatırım—tasarruf dengesini değiştirerek, tasarruflar için aşırı dış talebi teşvik edecektir. Tasarruflar için yurt içi talepteki artış dış sermaye akımı yoluyla karşılanmak zorundadır, ancak bu sermaye transferinin

gerçekleşmesi için tek yol yerli paranın değer kazanmasıyla cari işlemlerin açık vermesidir (Knight ve Scacciavillani, 1988: 10).

Kamu açıklarının birçok etkisi vardır. Ancak bu etkilerin hepsi bir ilk etkiyi takip eder; kamu açıkları ulusal tasarrufu azaltır. Ulusal tasarruf, özel tasarruf ve kamu tasarruflarının toplamıdır. Kamu bütçe açığı verdiği zaman kamu tasarrufu negatiftir ve bu ulusal tasarrufları azaltır (Ball ve Mankiw, 2005:3).

Kamu harcamalarının cari işlemler dengesi üzerindeki etkilerini milli gelir denklemlerinden görebiliriz:

$$Y = C + S + G \quad (1.8)$$

$$S = Y - C - G \quad (1.9)$$

$$Y = C + I + G + NX \quad (1.10)$$

$$S = I + NX \quad (1.11)$$

Bu denklemlerde Y milli geliri, C tüketimi, S tasarrufu, G kamu harcamalarını, I yatırımı ve NX net ihracatı ifade etmektedir.

Ulusal tasarruflar net yatırım ve net ihracatın toplamına eşittir. Kamu açıkları ulusal tasarrufu azalttığı zaman; yatırımı, net ihracatı ya da her ikisini birden azaltmalıdır. Yatırım ve net ihracattaki toplam düşüş açıkça ulusal tasarruftaki düşüşe karşılık gelmelidir (Ball ve Mankiw, 2005: 3).

Ayrıca yukarıdaki denklemlerden görülebileceği gibi eğer özel tasarruflar ve ulusal yatırım düzeyi değişmiyorsa, kamu harcamalarında bir artış sonuçta, kamu gelirleriyle karşılanmadığı sürece, cari işlemler bilançosunda aynı boyutta bir açığa neden olacaktır (Barth ve Pollard, 2006: 3).

Mali politikaların, cari işlemler üzerindeki etkisi konusunda literatürde tam bir görüş birliği yoktur. Tartışma mali politikalar üzerine iki zıt görüşten kaynaklanmaktadır. Biri geleneksel görüşe dayanan, kamu açıklarının ekonomide önemli ve zararlı etkileri olduğu görüşüdür. Diğeri ise bütçe açıklarının etkisinin olmadığı Ricardocu görüşe dayamaktadır (Piersanti, 2000: 256).

Sonsuza kadar yaşayan ekonomik bireyler ve örtüşen kuşaklar modellerinin her ikisi ile birlikte dönemlerarası yaklaşımlar cari işlemlerin belirlenmesinde mali politikalar için önemli bir rol önermektedir. Örneğin; kamu borçları, tüketimdeki refah etkisi yoluyla cari işlemleri etkileyebilir. Kamu harcamaları yurt dışı talebin

dışlanmasında kısmen ya da tamamen rol oynayabilir ve vergi yükü yatırımların kararlarını etkileyen bir faktör olabilir. Mali politikanın tam rolü, Ricardo Denkliğinin söz konusu olup olmamasına bağlı olarak, birçok faktöre bağımlıdır (Bussiere vd., 2002: 17).

Mali politikalar, ekonominin uyarılması için bir kaldıraç niteliğindedir ve son yıllarda aktif olarak kullanılmaktadır. Bununla ilgili temel konu Ricardo Denkliğinin derecesidir. Tam Ricardo Denkliğinde, vergilerdeki ve transferlerdeki değişmelerin toplam talep üzerinde etkisi yoktur (Bayoumi, 2004: 20). Neo – Klasik yaklaşım, hanehalklarının sürekli geliri ve onun harcama yeteneği üzerinde durur. Bir bireyin vergilerinde bugün bir indirim yapılırsa, vergi indirimini finanse etmek için satılan tahvillerin anapara ve faizini aynı birey ödemek zorunda kalacağı için, bireyin sürekli geliri değişmez. Bu noktada sürekli gelir açısından, bir vergi indiriminin, kişinin harcamalarını artıracaklarını düşünmek için hiçbir neden yoktur. Genelde herkesin ulusal borcun neticede ödeneceğine inandığı düşünülürse, gelecek bir zamanda kamu, borçlarını ödeyebilmek için bir fazlalığa sahip olmalıdır. Bu, kamunun gelecekte vergileri yükseltecek olması demektir. Şu halde borçlardaki bir yükselme, bireyin servetini yükseltecek ve aynı zamanda bireylere gelecekteki vergilerinin daha yüksek olacağını belirtecektir. Bu durumda toplam talep üzerindeki net etki sıfır olabilir. Burada karşılaşılan problem, “Kamu tahvilleri servet midir?” sorusudur. Bu probleme “Barro – Ricardo Önermesi ya da Ricardo Denkliği” denilir. Önerme şudur: Tahvil basarak borçları finanse etmek vergileri sadece erteler. Bu nedenle tamamıyla bugünkü vergilendirmeye denktir. Kamu tahvillerinin net servet olmadığı yolundaki katı Barro – Ricardo Önermesi, “halk elindeki tahvillerin gelecekteki vergi artışlarıyla ödeneceğini anlar”, şeklindeki teze dönüşmüştür. Eğer böyleyse kamu harcamalarındaki herhangi bir kesintiyle karşılanmayan bütçe açığındaki artış, tasarruflarda bütçe açığını tam olarak karşılayacak kadar bir artışa yol açacaktır (Dornbusch ve Fischer, 1990: 596).

Alternatif bir yaklaşım, Modigliani ve Brumberg’in (1954,1980) ünlü yaşam döngüsü<sup>2</sup> analizini temel alan, ilk olarak Allais (1947) ve Samuelson (1958) tarafından öne sürülen örtüşen kuşaklar modeline dayanmaktadır. Örtüşen kuşaklar modeli, genç ve yaşlı tüketiciler arasında heterojenliğe izin vermektedir. Böylece demografik trendler

<sup>2</sup> Yaşam döngüsü hipotezi; bir kimsenin gelecekteki tüm gelir akımlarının bugünkü değerinin onun yaşam dönemi boyunca tüketileceği görüşüne dayalı tüketim teorisidir.

ve vergileme dönemleri ulusal tasarrufların ve cari işlemlerin önemli bir belirleyicisi olabilmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 129).

Obstfeld ve Rogoff (1996), kamunun, borçlanmayla finanse edilen, genç ve yaşlı nüfus arasında eşit olarak paylaştırılan, transfer ödemeleri yaptığı durumu ele alarak modeli şöyle açıklamaya çalışmıştır:

$t = 0$  döneminde genç ve yaşlı nüfusun ödediği vergilerin azaltıldığını varsayalım.  $t = 0$  dönemindeki yüksek kamu açığı, genç nüfusa bono satılarak finanse edilirse genç ve yaşlı nüfusun ödediği vergiler düşer, ancak dönem sonunda kamunun net varlıkları azalır. Artan borçlar, gelecek dönem faiz ödemeleri nedeniyle vergi yükü genç ve yaşlı nüfus arasında farklılık gösterir.

Genç nüfus  $t = 0$  döneminde iki nedenden dolayı transferlerin hepsini tüketmez. Birincisi; beklenmedik kazançların tüketimini yaşam sürelerine yaymak isterler. İkincisi ise net kazançları  $t = 0$  döneminde yaşlı nüfusunki kadar fazla değildir, çünkü genç nüfus yaşlanınca ilave vergilerle karşılaşacaktır. Sonuç olarak tüketim  $t = 0$  döneminde tüketim transferlerdeki artışlardan az olmak şartıyla artmaktadır.

$t = 1$  döneminde,  $t = 0$  dönemindeki genç nüfus yaşlı nüfus olur ve hâla yüksek tüketim düzeyine sahiptir.  $t = 1$  dönemindeki ve daha sonraki gelen nesiller şüphesiz bu durumda kaybedenler grubundadır.

Kamu açıklarındaki değişim bu örnekte reel etkilere sahiptir, çünkü transfer ve vergi politikası gelirin nesiller arasında kaymasına neden olmaktadır.  $t = 0$  döneminde yaşayan nesiller, tüm gelecek nesillerce ödenecek, net transferler elde eder ve buna göre tüketimlerini artırır.

$t = 0$  döneminde net dış varlıklar veri olduğundan cari işlemleri etkileyen tek faktör, tüketimdir.  $t = 1$  dönemine girilmesiyle net dış varlıklardaki değişimler,  $t = 0$  döneminde cari işlemlerdeki değişimlere eşit olacaktır. Modelde  $t = 1$  döneminde ödenecek faiz de dikkate alındığında cari işlemler her iki dönemde de açık verecektir. Sonuçta bu iki dönem sonrasında cari işlemler orijinal patikasına geri dönecektir.

Her iki dönemdeki yüksek cari işlem açıkları, kamu borçlarındaki artışın ekonominin net dış varlık pozisyonunun azalmasına neden olacaktır.

Kamu açıkları ile cari işlemler arasındaki ilişki literatürde “ikiz açıklar” olarak adlandırılmıştır. İkiz açıklar ilişkisinin öneminin evrimi uluslararası bağlamda Ricardo Denkliği önerisinin bir kanıtını sunmaktadır.

### 1.2.1.2.3.Reel Döviz Kurları

Reel döviz kuru, aynı para ile ölçülmüş yurt dışı fiyatların yurt içi fiyatlara oranıdır. Diğer bir ifadeyle reel döviz kuru, nominal döviz kurlarının zaman içerisinde oluşan yurt dışı enflasyon oranı ile yurt içi enflasyon oranına göre düzeltilmesinden elde edilen kurdur. Reel döviz kuru bir ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünü ölçer. Reel döviz kurunu şöyle formüle edebiliriz:

$$R = e \frac{P_F}{P} \quad (1.12)$$

Burada,  $P_F$  ve  $P$  sırasıyla yurt dışı ve yurt içi fiyatları,  $e$  ise nominal döviz kurunu göstermektedir. Buna göre, temel kabul edilen bir döneme göre geçen zaman içinde ülkedeki göreceli enflasyon oranının dış ülkelere daha yüksek olması (yani  $P > P_F$ ) durumunda, reel döviz kurları nominal döviz kurlarının altına düşmüş olacaktır. Ulusal paranın yapay olarak aşırı değerlendirilmesi demek olan bu durum, diğer taraftan ülkenin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünün de azalmasına neden olur. Tersine, yurt içi enflasyon hızı dış dünyadan daha düşükse reel kur nominal kurdan daha yüksek olacaktır. Ulusal paranın eksik değerlendirildiği bu durumda da ülkenin dış rekabet gücünde artış sağlanır (Seyidoğlu, 2003b: 475). Yani reel döviz kurunda bir yükselme ya da ulusal paranın reel olarak değer kaybetmesi, yurt dışı malların yurt içi mallara göre ucuzladığı anlamına gelmektedir. Bu durum diğer şeyler sabitken, büyük bir olasılıkla, hem yurt içindeki hem de yurt dışındaki insanların harcamalarının bir bölümünü yurt içinde üretilmiş mallara kaydırmalarını ifade edecektir. Bu durum çoğunlukla bizim ürünlerimizin rekabet gücünde artış olarak tanımlanmaktadır. Tersine reel döviz kurunda bir düşüş ya da ulusal paranın reel olarak değer kazanması, bizim mallarımızın göreceli olarak daha pahalı hale geldiği ya da rekabet gücünü kaybettiğimiz anlamına gelecektir (Dornbusch ve Fischer, 1990: 160).

Diğer taraftan eğer reel döviz kurundaki değişim kurun kısmi olarak eski değerine dönüş şeklinde ise sonuç değişir. Bu durumda ticaret bilançosunda dışsal bir pozitif şok yerli malların fiyatlarının göreceli olarak artmasına neden olur, fakat bu artış tasarruf yatırım farkında bir yükselmeye de yol açacaktır. Ekonomik birimler, yabancı malların görece daha ucuz olması durumunun uzun dönemde en azından kısmi olarak

tersine dönmesini beklerler ve bu durumda hem yabancı hem de yerli varlıkların getiri oranları artar. Bu yüzden yurt içi yatırım oranı düşer, optimum cari işlemler dengesi düzelir ve cari işlemlerin denge değeri ticaret bilançosundaki ilk pozitif şoka olumlu cevap verir. Sonuçta ticaret politikası, cari işlemler dengesini başarılı bir şekilde değiştirir.

Ani döviz kuru hareketleri söz konusu olduğunda, daha derin uluslararası finansal piyasalar sistem aksaklıklarının potansiyel kaynağı olur. Uluslararası varlık ticareti düzeyi çok geniştir. Birçok katılımcının, döviz kuru ve faiz oranı risklerine karşı kendilerini korunmuş hissetmelerine karşın piyasada işlem gören hafifçe ayarlanmış ya da ayarlanmamış banka dışı tamamlayıcıların geniş bir sayısı, finansal çöküşün gerçek riskini arttırır. Cari işlemlerin hemen uyum gösterdiği bir ülkede, uluslararası göreceli fiyatlardaki yüksek değişimler ve sürekli cari işlem açıkları, sistem için bir tehdit oluşturur (Obstfeld ve Rogoff, 2005: 84).

Teknolojik yenilik olarak yorumladığımız kalıcı nitelikte bir şok, reel döviz kurunun kalıcı olarak değer kazanmasına yol açar. Bu durum, istatistiksel olarak anlamsız olmasına rağmen, cari işlemler üzerinde bazı etkileri vardır. Dönemsel bir şok, parasal bir yenilikle birlikte, reel döviz kurunda geçici bir değer kaybetmeye ve aynı zamanda cari işlem açıklarında azalmaya neden olur (Lee ve Chinn, 2002: 4).

### **1.2.1.3.Cari Açığın Nedenleri**

Cari işlemler dengesi ödemeler bilançosunda yer alan alt kalemlerine göre esasen ekonominin reel kesiminin mal ticareti ve üretici faktörlerinin döviz gelir ve gider dengelerini vermektedir (Yeldan, 2006: 2). Böylelikle eğer ülkenin döviz gideri döviz gelirlerini aşıyorsa cari açık olacaktır. Bir başka açıdan bakıldığında ise cari açık aslında ülkenin yaşaması gerektiğinin ötesinde yaşadığını göstermektedir. Çünkü ülkenin toplam tüketiminin ve yatırımının yine ülkenin toplam yurt içi tasarruflarını aştığını göstermektedir (Mann, 2002: 131).

#### **1.2.1.3.1.Yurt İçi Yatırımda Büyük Bir Artışın Neden Olduğu Cari İşlemler Açığı**

Yurt içi yatırımda büyük bir artışın olması, başka bir ifadeyle bir yatırım patlaması yaşanmasının çeşitli sebepleri olabilir. Bu sebepler; ülkede yeni doğal kaynakların bulunması, teknolojinin geliştirilmesi, yapısal ekonomik reformlar,



enflasyonda düşüş, gelir ve sermaye üzerinde bozucu etkisi olan vergide bir indirim ve bütçe açıklarında azalma olarak sıralanabilir. Bu tür değişikliklerin yaşanması, ülkenin gelecekte yüksek oranlı bir ekonomik büyümeye ve yeni yatırımlarda yüksek karlılık beklentisine sahip olması gibi sonuç doğurur.

Bu durumda ülkenin kamu ve özel tasarrufları toplamına eşit olan ulusal tasarruflar, bütün karlı yeni yatırım projelerini finanse etmekte yetersiz kalmaktadır. Sonuç olarak cari işlemler hesabı açık vermektedir. Yatırımların ulusal tasarrufları aşan kısmını finanse etmek için ülkenin yabancı tasarruflara başvurması optimal bir seçimdir. Şöyle ki; uluslararası ticarete konu olan, uzun dönemde net döviz girdisi sağlayan alanlara yapılan kamu veya özel sektör yatırımları kısa vadede cari işlemler açığı yaratabiliyorken, orta ve uzun vadede yeni sermaye ile üretilen mallar bir süre sonra ülke ihracatını artırarak dış borç anapara ve faiz ödemeleri için gerekli olan cari fazlayı yaratarak cari açığın sürdürülebilirliğine katkıda bulunmaktadır (Zengin, 2000: 39-41).

Bu durumda ülke, gelecekte, borçlarından arınmış olarak büyüyecektir. Dolayısıyla böyle bir durumda cari işlemler açığı vermek ve bu açıkla bağlantılı olan dış borç birikiminin oluşması panik yaratmamalıdır. Ancak yurt dışından borçlanıldığında göz önünde bulundurulması gereken nokta; yurt dışından alınan borçların yeni yatırımları finanse etmek için değil de ihracata konu olabilecek türde yeni mallar üretmek için kullanılmasıdır. Şüphesiz ki yurt dışından alınan borcun uluslararası ticarete konu olmayan alanlara yapılması halinde, cari işlemler açığının ortaya çıkması kaçınılmazdır.

#### **1.2.1.3.2.Ulusal Tasarruflarda Bir Düşmenin Neden Olduğu Cari İşlemler Açığı**

Cari işlemler açığı, ulusal yatırımlarda büyük bir artışın yaşanmasının yanı sıra ulusal tasarruflardaki bir azalmadan da kaynaklanabilmektedir. Ulusal tasarruflardaki bir düşmenin özel tasarruflardaki ve kamu tasarruflarındaki azalma olmak üzere iki nedeni vardır.

Bütçe açıkları kronik bir şekilde süregeliyorsa ve aşırı harcamalar vergi hâsılatları ile karşılanamıyorsa bu açıkların giderilmesi zorlaşacak ve kamu tasarruflarında bir düşmeye yol açacaktır. Hanehalkının da gelecekte elde etmeyi düşündüğü yüksek gelir beklentisi nedeniyle cari gelirleri çok fazla artmasa bile, bir

ekonomik reform veya istikrar programının uygulanması tüketimde bir patlamaya (özellikle dayanıklı tüketim mallarında) yol açacaktır. Bu tüketim patlaması da özel tasarruflarda bir düşmeye neden olacaktır. Bu durumlar ışığında ortaya çıkan cari işlemler açığı dış borçla finanse edilmeye çalışılacaktır. Bu dış borç birikimi gelecekte gelir artışı gerçekleştirildiği ve borçlar geri ödenebildiği sürece kaygı yaratmaz. Ancak gelir artışının sağlanamaması sonucu alınan borcun ödenememesi veya borcun borçla finanse edilmesi, kamu ve özel tasarruflardaki düşüşün yaratmış olduğu cari açığın yüksek düzeylere ulaşmasına ve sürdürülemez nitelikte olmasına neden olacaktır.

### **1.2.2.Sermaye ve Finans Hesabı**

Yurt içi yerleşiklerin tasarruf açıkları veya diğer bir ifadeyle, gelir düzeylerinden daha fazla harcama yapmaları, yurt dışından finansman sağlama ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu finansman sermaye ve finans hesabında takip edilmektedir. Sermaye hesabı üretilmeyen ve finansal olmayan varlıkları kapsarken ödemeler dengesinde önemli bir yere sahip olan finansman hesapları, hesap döneminde özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarını kapsar.

Sermaye akımlarını gösteren işlemler “finans hareketleri” altında “doğrudan yatırımlar”, “portföy yatırımları”, kredi ve mevduattan oluşan “diğer yatırımlar” kalemi ile resmi rezerv hareketlerinden oluşan “rezerv varlıklar” kalemleri altında izlenmektedir. Sermaye ve finans hesabı altında bulunan kalemler, muhasebe sistemindeki gibi varlık ve yükümlülük ayırımına tabi tutulurlar. Varlıklar kalemi, yurt içi yerleşiklerin yurt dışındaki yatırımlarını ve yurt dışına verilen kredileri içermektedirken yükümlülükler kalemi, yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki yatırımlarını ve yurt içine verdikleri kredileri göstermektedir (Babaoğlu, 2005: 38). Sermaye ve finans hesabı temelde iki kalemden oluşur. Bu kalemler, bir ülkenin yerleşikleri ile yerleşik olmayanları arasında gerçekleşen kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin finans akımları sonucunda oluşan varlık ve yükümlülüklerdeki değişimlerini gösterir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri (sıcak para hareketleri); ülkeler arasında spekülasyon kazanç elde etmek amacıyla hareket eden sermayeyi ifade eder. Genellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sürdürülemez hale gelen bütçe açıkları kısa vadeli sermaye akımlarını özendirir. Bazen de yurt içi finansman açığı bulunan ülkeler yurt içi

faiz oranlarını yükselterek ve döviz kurlarının yükselmesini engelleyerek kısa vadeli sermaye girişlerini özendirirler. Ancak kısa vadeli sermaye hareketleri çok risklidir, ani sermaye çıkışları ülkelerde ekonomik krizlerin habercisi olabilir. Bu ekonomik kriz olasılıklarını engellemek amacıyla özellikle gelişmiş ülkeler sermaye hareketlerinin Tobin vergisi ile vergilendirilmesini önerirler.

Uzun vadeli sermaye hareketleri; portföy yatırımları, dış borç anapara ödemeleri, çok uluslu şirket yatırımları vb. unsurları içerir. Uzun vadeli sermaye hareketleri istikrar ortamının tesis edildiği ucuz hammaddenin olduğu ve önemli potansiyel pazarın bulunduğu ülkelere gider. Cari açıkların en sağlıklı finansman kaynağı uzun vadeli sermaye akımlarıdır.

Tahvil, hisse senedi, ev, arsa gibi varlıkların alım satımı ile banka mevduat hesaplarının kaydedildiği sermaye hesabında, ülkenin bu varlıklarının yurt dışındaki yerleşiklere satışından ve yurt dışında ikamet edenlerin ülkede açtırdıkları banka mevduatlarından elde ettiği gelir ile sermaye hareketleri dengesi pozitif bakiye verir; ülkeye sermaye girişi olur yani sermaye ithal edilir. Benzer biçimde bir ülkede ikamet edenlerin yurt dışından tahvil, hisse senedi, ev, arsa gibi varlıklar satın almaları ve yabancı ülkelerde banka mevduat hesapları açtırmaları sonucu diğer ülkelerin elde ettiği gelir ile sermaye hareketleri dengesi negatif bakiye verir; ülkeden sermaye çıkışı yaşanır yani sermaye ihraç edilir. Sermaye hesabını oluşturan sermaye girişi ile sermaye çıkışının toplamına, sermaye hesabı dengesi denir. Normal şartlar altında cari işlemler dengesi ile sermaye hareketleri dengesinin birbirini nötrlemesi beklenir. Eğer bu iki hesap birbirini dengeleyemiyor ise denkleştirici hesaplar devreye girer.

### **1.2.3.Resmi Rezerv Hesabı**

Resmi rezerv resmi, merkez bankaları tarafından gerektiğinde döviz piyasasına müdahale amacı ile kullanılmak üzere tutulan, uluslararası ödeme aracı olan, kolaylıkla kullanılabilen ve ödemeler dengesinin finansman ihtiyaçlarını karşılamak, döviz piyasalarına müdahale etmek, milli paraya ve ekonomiye olan güveni sağlamak ve dış borçlanmaya bir temel olarak hizmet etmek için parasal otoritelerce kontrol edilen dış varlıklardır. Ülkenin dış ekonomik ve mali ilişkilerindeki gelişmelerin ortaya çıkardığı bir sonuç olan bu hesap grubu altındaki işlemler, ülkedeki altın ve döviz rezervlerindeki artış ve azalışlar şeklinde yer bulmaktadır. Eğer ödemeler bilançosu fazla veriyorsa

merkez bankası fazla döviz alır böylece resmi rezervler hesabı negatif bakiye verir. Eğer ödemeler dengesi açığı varsa merkez bankası piyasaya döviz satar bu nedenle resmi rezervler hesabı pozitif bakiye verir. Rezervde bir azalış olması demek bir açığın finanse edilmesi anlamına geldiğinden, o yıl için bunun bir çeşit döviz kazancı gibi kabul edilmesi açıktır.

#### **1.2.4.Net Hata ve Noksan Hesabı**

Bu hesaba literatürde istatistiksel farklar hesabı da denildiği görülmektedir ve hesap kaynağı belli olmayan döviz hareketlerini gösterir. Kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin büyük boyutlarda olduğu az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çok yüksektir. Çok önemli bir denkleştirici hesaptır. Ayrıca hesaplanan bir kalem olmayan (+) ve (-) kayıtların arasındaki farktan oluşan hesap, ödemeler bilançosunda yer alan gerçek ve tahmini değerlerin birbirini tutmaması, döviz ve mal hizmet giriş çıkışlarının kayıtlarının başka kurumlarca yapılması, hesaplamalarda hatalar, noksanlar olması halinde kendini gösterir.

Ödemeler bilançosunda net hata ve noksan kaleminin pozitif olması, cari işlemler ya da sermaye ve finans hareketleri neticesinde oluşmuş, ancak kaydedilmemiş bir faaliyet sonucunda ülkeye döviz girişi olduğunu gösterir. Aksi şekilde net hata ve noksan kaleminin negatif kaydı, ödemeler bilançosu kayıtlarına geçirilmemiş bir döviz çıkışı olduğuna işaret eder. Buradan hareketle; çift kayıt sistemi temelinde hazırlanan ödemeler bilançosunda, teorik olarak borçların toplamı alacakların toplamına daima eşit çıkmalıdır; yani ödemeler bilançosunda gelirlerle giderler arasında mutlak eşitliğin sağlanması gerekmektedir.

Bilançonun denk olması kuralından dolayı ödemeler bilançosu denkliği bu kalem sayesinde sağlanır. Bu hesap grubundaki otonom işlemlerin net bakiyesi, işareti buna ters yönde olmak üzere, denkleştirici işlemlerin net bakiyesine eşit olmalıdır. Mesela; tüm cari işlemler ile sermaye hesabı işlemlerinin otonom nitelikte olduğu varsayılabilir. Bu durumda bu iki hesap net olarak negatif bir bakiye gösteriyorsa, bu durumda resmi rezervlerin bu miktara eşit pozitif bakiye göstermesi gerekmektedir. Fakat genelde ödemeler bilançosundaki bu hesapların birbirini tutmadığı görülür (Seyidoğlu, 2003a: 61). Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabı ile sermaye ve finans hesabının toplamı sifıra eşit olmalıdır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### CARİ Dengeyi Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

#### 2.1.Cari İşlemler Dengesine Teorik Yaklaşımlar

Cari işlemler dengesindeki dengesizlik sorununu ortadan kaldırmak için ülke; rezervlerini kullanma, dış borç alma veya direkt olarak dış sektörünü denetim altında tutma gibi önlemleri alabilir. Ancak bu önlemlerin dengesizlik durumlarında açık veya fazlanın ortadan kaldırılabilmesi için hangi araçların kullanılabileceği ve bu araçların ekonominin iç dengesini ne şekilde etkileyebileceği gibi durumlar ülkenin ekonomik karar birimlerinin üzerinde en çok durdukları sorunlardandır. Cari işlemler dengesini açıklamaya yönelik çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bunlar, geleneksel yaklaşımlar olarak tanımlanan Esneklikler Yaklaşımı, Toplam Harcama Yaklaşımı, Mundell – Fleming Yaklaşımı ve son yıllarda teorik ve ampirik çalışmalarda sıkça kullanılan Dönemlerarası Yaklaşımıdır.

##### 2.1.1.Esneklikler Yaklaşımı

Esneklikler yaklaşımı, ulusal paranın değerinin düşürülmesinin ticaret bilançosu üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla C.F.Bickerdike (1920), J.Robinson (1947) ve L.Metzler (1948) tarafından birbirlerinden bağımsız olarak geliştirilmiştir.

İkinci dünya savaşının hemen sonrasında ulusal paranın değerinin düşürülmesinin etkilerini incelemek amacıyla geliştirilen esneklikler yaklaşımında, dönemin sermaye akımları günümüzdeki kadar yüksek hacimli olmadığı için dikkate alınmamakta ve cari işlemler hesabı yalnızca dış ticaret akımlarının bir sonucu olarak ifade edilmektedir. Bu yaklaşımda, cari işlemler hesabındaki problemlerin, mal ve hizmet ithalatı ve ihracatı olarak adlandırılan dış ticaret akışındaki dengesizliklerden kaynaklandığı ifade edilmektedir (Seyidoğlu, 2003a: 218). Bu yaklaşımın temelinde, ulusal paranın değerinin düşürülmesinden kaynaklanan yerli ve yabancı malların göreceli fiyatlarındaki değişimlerin neden olduğu, üretim ve tüketimdeki ikame olanakları bulunur. Esneklikler yaklaşımında gelir ve uluslararası harcama düzeyleri sabit tutulurken, talep ve arzın statik fiyat esneklikleri uluslararası sermaye akımlarını yönlendirir (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 4).

Esneklik yaklaşımı, cari denge için ticaret bilançosunu mikroekonomik bir yaklaşımla ele alarak ithalatı ve ihracatı dış ticarete konu olan mallar ve dış ticarete konu olmayan mallar olarak ikiye ayırır. Bu malların talep koşullarını da odak noktası olarak kabul eder. Örneğin bir ülkenin ithalatı, bu ülkedeki tüketicilerin yerli malları değil, ithal mallarını satın alma tercihleri tarafından belirlenir. Yine ülkenin ihracat düzeyini saptayan da aynı şekilde yabancı ülkelerin satın alma tercihleridir. Dolayısıyla bu seçimin temel belirleyicisi fiyattır. Bu bakımdan yerli ve yabancı malların nispi fiyatları ülkenin ithalat ve ihracat hacmini bu yolla da cari işlemler dengesini etkileyecektir. Buna göre geleneksel yaklaşım ihracat ve ithalat miktarlarını; mal ve hizmetin iç fiyatına, dış fiyatına ve son olarak döviz kuruna bağlar. Bir diğer deyişle, nispi fiyatlar ya döviz kurundaki ya da fiyatlardaki mutlak (hem iç, hem dış) değişme sonucunda değişir ve ülkenin uluslararası rekabet gücünü belirler. Cari işlemler hesabının denge durumuna getirilmesinde hâkim unsur rekabet gücüdür. Bu rekabetle beraber ülkedeki cari dengenin sağlanması, döviz kurunun yükselmesi sonucunda yerli paranın değer kaybetmesi ve bu yolla yerli ürünlerin yabancılar için ucuzlamasına bağlanabilir. Teoriye göre, rekabet gücünde bir artıştan söz edebilmek için ülkenin yapmış olduğu ihracat hacminin artması ya da ithalat hacminin düşmesi gerekir veya her ikisinin birden gerçekleşmesi gerekir (İşgüden ve Akyüz, 1998: 90).

Ulusal paranın değerinin düşürülmesinin ne ölçüde döviz tasarrufu sağlayacağı, ithal mallarında ortaya çıkan fiyat artışları karşısında halkın yabancı mal talebini ne oranda kısacağına, yani ithal malları talebinin esnekliğine bağlıdır. Yine bu yaklaşıma göre ulusal paranın değerinin düşürülmesinin döviz gelirlerini artırması, ihraç mallarını yabancı paralar cinsinden ucuzlatması, bundan ötürü yabancı tüketicilerin bu malların talebini arttırmalarının sonucu olarak ortaya çıkar. Buna da döviz kazandırıcı etki denebilir. Ulusal paranın değer kaybetmesinin ne ölçüde döviz kazandıracağı yine ülkenin ihraç mallarına karşı yabancı tüketicilerin talep esnekliğine bağlıdır (Seyidoğlu, 2003b: 376).

Devalüasyonun ticaret bilançosunu düzeltebilmesi Marshall–Lerner koşuluna bağlıdır. Arz esnekliklerinin sonsuz olması varsayımı altında, bu koşul  $e_M$ , ithal malların yurt içi talep esnekliği ile  $e_X$ , ihraç mallarının yurt dışı talep esnekliği toplamının mutlak değerce bire eşit veya birden büyük olmasıdır yani  $e_X + e_M \geq 1$ 'dir.

Söz konusu koşul gerçekleşmez ise devalüasyon yoluyla cari dengenin iyileştirilmesi mümkün değildir. Esnekliler yaklaşımında Marshall–Lerner koşuluna göre ülkenin cari işlemler hesabı başta dengededir. Ancak ülkenin ödemeler bilançosunda bir dengesizlik olduğu sürece denge söz konusu olamayacağından Marshall–Lerner koşulunun uygulanabilirliği çok güçtür. Marshall–Lerner koşulunun diğer bir kısıtı ise milli gelirin değişmediği varsayımdır. Oysa devalüasyon ile birlikte ihracat artıp ithalat azalabilir ve böylece ülkenin milli gelirinde de bir değişim gerçekleşebilir (İşgüden ve Akyüz, 1998: 95). Bir ülkenin ihracat ve ithalat esneklikleri ise sistematik olarak ülkenin uzun dönem büyüme oranıyla ilişkilidir. Daha hızlı büyüyen ülkeler ihraç malları için yüksek gelir esnekliğine sahipken, ithal malları için düşük gelir esnekliğine sahiptirler. Öte yandan düşük büyüme hızına sahip ülkeler için tersi durum söz konusudur (Krugman, 1988: 2).

Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin tarihsel verileri, devalüasyonun ticaret bilançosu üzerinde kısa dönemde negatif etkisinin olabileceğini ancak uzun dönemde ticaret bilançosunu düzeltebileceğini göstermektedir. Ticaret bilançosunun zaman içerisinde izlediği bu yönelim J harfine benzediğinden bu duruma “J eğrisi etkisi” denmiştir. J eğrisinin temel açıklaması, döviz kurlarının aniden değişmesine tüketici ve üreticilerin uyum sağlamasının zaman almasıdır (Rincon, 1998: 3). Yani kısa dönem esnekliklerin düşük olması dolayısıyla kısa dönemde Marshall – Lerner koşulunun sağlanamaması J eğrisi etkisine yol açar. Bununla birlikte, dinamik denge modelini kullanan, son dönemdeki çalışmaların çoğu ticaret dengesiyle ticaret hadlerinin cari ve gelecekteki hareketleri arasında negatif, geçmiş hareketleri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur (Backus vd., 1994: 84). Reel döviz kuru ve ticaret bilançosu için karşılıklı ilişki fonksiyonunun asimetric şekli yüzünden bu durum “S eğrisi” olarak adlandırılmıştır (Rincon, 1998: 3).

Yaklaşım, bir mal ya da hizmetin talep edilen miktarının malın kendi fiyatının, ikame ve tamamlayıcı malların fiyatlarının ve gelirin bir fonksiyonu olarak tanımlayan geleneksel talep teorisine dayanmaktadır. Sadece ticarete konu olan mallar piyasasını incelemekte, ekonomideki diğer piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşimi analiz etmemektedir. Bu eksikliklerinden dolayı yaklaşıma getirilen eleştirilerden en önemlisi, yaklaşımın kısmi denge analizi üzerine kurulmasıdır. Kısmi denge analizinde, nominal döviz kuru değiştiğinde cari işlemler dengesini etkileyecek diğer değişkenlerin değişmediği varsayılmaktadır. Ancak nominal döviz kurlarında meydana gelen değişme

yurt içi ve yurt dışı fiyat seviyelerini değiştirmektedir. Ayrıca, uzun dönemde ulusal ve uluslararası gelir düzeyleri de değişecektir. Bu değişme ise ihracat ve ithalatı etkileyerek cari işlemler dengesini değiştirecektir (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006: 34-37).

Nominal döviz kurundaki bir birimlik değişimin yurt içi ithalat ve yurt dışı ihracat fiyatlarına yansımaları “pass-through” olarak tanımlanmaktadır (Menon, 1996: 434). Yansıma ithalat açısından; ulusal para birimi cinsinden ithalat fiyatlarının yükselmesini (azalmasını), ihracat açısından; yabancı para birimi cinsinden ihracat fiyatlarının azalmasını (yükselmesini) ifade etmektedir. Döviz kuru yansıma etkisinin en temel tarifi, ihracatçı ile ithalatçı ülkelerin arasındaki döviz kurunda meydana gelen %1’lik değişimin yurt içi ithalat fiyatları üzerindeki etkisinin yüzde olarak ifadesidir. Ulusal paranın değer kaybının etkileri doğrudan veya dolaylı biçimde olabilmektedir. Bu artışlar özellikle girdi maliyeti artışları şeklinde olmaktadır. Döviz kurundaki değişim sonucu kurların düşmesiyle fiyatlarda aşağıya doğru esneklik çok düşük iken, ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte fiyatlar bu değişime karşı esnek olmaktadır.

Döviz kurunun fiyatlara yansımalarını açıklayan esneklik yaklaşımında yansımanın ölçülmesinde ihracat ve ithalat denklemlerinin tahminleri kullanılmıştır. Geleneksel açık ekonomide tam rekabetin olması, fiyatların tam esnek olması ve SAGP’nin çalıştığı varsayımı sonucu yansıma tam olmaktadır (Bailliu ve Fujii, 2004: 3). Ancak fiyat katılıklarının olduğu reel döviz kurunu etkileyebilecek şoklar tam yansımanın başarısız olmasına neden olmaktadır. Döviz kuru değişkenliği faiz ve ulusal para politikası şoklarından etkilendiğinde tek fiyat kanunundan sapma fiyat ayarlamalarında hatalara yol açabilmektedir (Devereux ve Yetman, 2002: 7).

Esneklikler yaklaşımında devalüasyonla düşürülen ulusal paranın değeri ile ihracatın artması ve ithalatın azalması beklenir. Hâlbuki ilk başta devalüasyonla birlikte ihracat artıp ithalat azalırken zamanla ihracat ile elde edilen gelir yine ithalatı özendirici etki yapar ve böylece ithalat tekrar artmaya başlar. Diğer taraftan ulusal paranın değersizleştirilmesi ile ülkenin dış borç yükü daha da artar. Bu nedenlerden dolayı esneklikler yaklaşımı cari işlemler hesabını iyileştirmede eksikliklerinden dolayı yetersiz kalmıştır.



### 2.1.2. Toplam Harcama (Massetme) Yaklaşımı

Toplam harcama (massetme) yaklaşımı, esneklikler yaklaşımındaki eksikliklerden hareketle Harberger (1950), Meade (1951) ve Alexander (1952, 1953) tarafından geliştirilmiştir. Esneklikler yaklaşımı dış ticarete konu olan malların arz, talep ve fiyatları dışında tüm değişkenleri sabit varsaymaktadır. Esneklikler yaklaşımının bu eksikliğini gidermeyi amaçlayan toplam harcama yaklaşımı ise ulusal paranın değer kaybetmesinin dış dengeyi sağlayıcı etkilerini milli gelir üzerinde yaptığı değişimler yoluyla açıklamaktadır. Esasen toplam harcama yaklaşımı Keynes'in milli gelir teorisinin uluslararası ekonomiye uygulanmasıdır. Ulusal paranın değerinin düşmesi, yurt içi gelir ve fiyatlar düzeyini ve bu yolla da dış dengeyi etkiler. Bu yaklaşımın en önemli katkısı dış dengeyi ekonominin genel işleyişi ile bağlantılı olarak açıklamasıdır (Seyidoğlu, 2003b: 384). Bu yaklaşıma göre, eğer ulusal paranın değerinin düşmesi ulusal geliri artırırsa cari işlemler hesabı iyileşecektir ancak ulusal paranın değerinin düşmesi ulusal harcamayı artırırsa cari işlemler hesabı kötüleşecektir.

Esneklikler yaklaşımında esas olarak nispi fiyatlar ve döviz kurundaki değişimler dikkate alınmaktayken toplam harcama yaklaşımında geleneksel yaklaşımdan farklı olarak milli gelir, üretim ve son olarak harcama kalemlerinde oluşan gelişmelerin cari dengenin sağlanmasında önemli olduğu savunulur. Keynesyen yaklaşım olarak da bilinen bu yaklaşım, üretim ve istihdam düzeyinde meydana gelen milli gelir değişikliği üzerinde durur (İşgüden ve Akyüz, 1998: 97).

Milli Gelir hesaplarından görüleceği üzere, cari işlemler dengesi aynı zamanda ulusal tasarruf ile yurt içi yatırım arasındaki farka eşittir. Bu açıdan bakıldığında tasarruf ile yatırım arasındaki farkın artmasına veya azalmasına bağlı olarak cari işlemler düzelir ya da bozulur. Bu alternatif bakış açısı, makroekonomik faktörlerin eninde sonunda uluslararası borçlanma veya borç verme kalıplarını belirlediğini vurgulamaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 4).

Cari açık durumunda toplam harcamaların kısılması yoluna gidilmektedir. Yaklaşımda ihracat ve ithalat, milli gelir ile ticari ilişkilerin olduğu ülkelerin harcama düzeylerinin fonksiyonudur. Buradaki sözü edilen toplam iç harcama ile ülke içinde üretilen mallar ve ithal mallara yapılan harcamalar ifade edilir. Toplam harcama yaklaşımında ülkenin cari işlemler dengesi açık veriyor ise harcama azaltıcı para ve maliye politikaları devreye sokulur. Bu yaklaşım ile tüketim, yatırım ve kamu

harcamalarından oluşan talebin daraltılması ile dış ticaret mallarının iç talebi düşürülerek cari açık giderilmeye çalışılır (İşgüden ve Akyüz, 1998: 98). Bununla birlikte iç talebin düşürülmesi durumunda üretimin de azaltılması gerekebilir. Ülkenin reel gelir düzeyi aşağıdaki eşitlik gibidir:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (2.1)$$

Yukarıdaki eşitlikte bir ülkenin reel geliri veya toplam üretimi (Y), özel nihai tüketimi (C), kamu kesimi harcamaları (G), yatırım (I), ihracat (X) ve ithalat (M) değişkenleri olarak ifade edilir. Buradan hareketle  $(C + I + G)$  bileşeni toplam yurt içi harcama (AE),  $(X - M)$  de net ihracat (NX) olarak tanımlanırsa eşitlik şu şekli alır:

$$Y = AE + NX \quad (2.2)$$

$$NX = Y - AE = Y - (C + I + G) \quad (2.3)$$

eşitliği elde edilir. Buna göre, dış ticaret açığının iyileşebilmesi için ülkenin ya üretim düzeyini (Y) artırması ya da yurt içindeki toplam harcama düzeyini (AE) azaltması gerekir. Bu çıkarım, ülke ekonomisinin istihdam durumuna göre iki şekilde yorumlanabilir. Ekonomi eksik istihdam durumunda iken net ihracattaki artışa üretim artışı eşlik edebilir. Burada önemli olan, üretimdeki artışın yurt içi harcamadan daha büyük oranda artmasıdır. İkinci durumda, yani ekonomi tam istihdam düzeyinde iken üretim daha fazla artırılamaz bu durumda net ihracatı artırabilmenin tek yolu yurt içi toplam harcamayı azaltmak olur.

Böyle bir durum ise elbette para ya da maliye politikası yoluyla yurt içi harcamanın baskı altına alınmasını gerektirir. Bu amaca yönelik seçim ise döviz kuru politikasıdır. Talebin baskı altına alınmasının mümkün olmadığı durumda, ulusal paranın değer kaybetmesiyle kazanılan fiyat avantajı, yurt içi fiyatlar seviyesinin ülkeyi önceki rekabetçi konumuna geri götürecektir. Dolayısıyla, ulusal paranın değer kaybetmesi gibi harcama kaydırıcı politikaların amaçlanan etkilere sahip olabilmesi için mutlaka daha sıkı maliye ve para politikaları gibi harcama kısıtıcı önlemlerle desteklenmesi gerektiği görüşü kabul görmüştür. Diğer bir ifadeyle, ekonomi tam istihdam durumundayken yurt içi harcama kısılarak kaynaklar serbest bırakılmalıdır. Ulusal paranın değer kaybetmesinden kaynaklanan göreceli fiyat değişiklikleri, boşta kalan kaynakların ihracat sektörüne tahsis edilmesine ve harcamanın ithal mallardan yerli mallara kaydırılmasına yol açacaktır (Tiryaki, 2002: 4).

Bu yaklaşımda ortaya atılan milli gelirin azaltılması görüşü ekonomik karar birimleri tarafından pek tercih edilmez çünkü ekonomiye yükü çok fazla olabilir. Ayrıca ülkede yüksek enflasyon yaşanmıyor ise gelirin düşürülmesi yolu ile dengeye ulaşılma yolu tercih edilmez. Bununla beraber milli gelir düşürülür ise bunun istihdam ve üretim üzerindeki etkisi olumsuzdur. Üretimin daralmasıyla birlikte istihdam da daralacak ve bundan ülke ekonomisi zarar görecektir.

Toplam harcama yaklaşımında ulusal paranın değerinin düşmesi cari işlemler dengesini sağlayıcı etkileri milli gelir üzerinde yaptığı değişimler yoluyla açıklanmaktadır. Devalüasyonun milli gelir üzerinde istihdam ve ticaret haddi etkisi olmak üzere iki önemli etkisi vardır.

**İstihdam Etkisi:** Ulusal paranın değerinin düşmesi cari işlemler dengesini sağlamadaki etkisi ekonominin eksik ve tam istihdamda olmasına göre farklılık göstermektedir. Ekonominin eksik istihdamda olduğu durumda, ulusal paranın değerinin düşmesi doğurduğu fiyat etkileri dolayısıyla ihracat endüstrilerine olan dış talep ile ithalata rakip endüstrilere yönelik iç talebi uyarır.

Bu şekilde dış ticaret sektörlerinde artan talep çoğaltan mekanizması ile tüm ekonomiye yayılır ve reel milli geliri artırır. Yurt içi harcamanın üretimdeki artış oranından daha küçük olması halinde ulusal paranın değerinin düşmesi dış ticaret dengesini iyileştirici etkide bulunur.

Ekonominin başlangıçta tam istihdam durumunda olması halinde ise, ulusal paranın değerinin düşmesinin doğurduğu fiyat etkileri dolayısıyla ihracat ve ithalata rakip endüstrilere olan talep artacak ve çoğaltan mekanizması ile tüm ekonomiye yayılacaktır. Ekonomi tam istihdam konumunda olduğundan üretimin daha fazla artmaması nedeniyle harcamalardaki genişlemenin yol açtığı talep artışı, ithalat yoluyla karşılanmaya başlayacaktır. Dolayısıyla tam istihdam durumunda ulusal paranın değerinin düşmesi dış ticaret dengesini kötüleştirici etkide bulunur. Bu koşullar altında ulusal paranın değerinin düşmesi gibi harcama kaydırıcı politikaların dış ticaret dengesini iyileştirebilmesi için sıkı maliye ve para politikaları gibi harcama kısıcı politikalar uygulamak gerekmektedir (Seyidoğlu, 2003a: 469).

**Ticaret Haddi Etkisi:** Ulusal paranın değerinin düşmesi ithalatı ulusal para cinsinden pahalılaştırdığından ithalat, ihracat fiyatlarındaki artışla karşılanamamaktadır.

Bu durum ticaret hadlerinin kötüleşmesi anlamına gelmektedir. Bir birim ithalat yapabilmek için daha fazla ihracat yapılması gerektiği için ticaret hadlerindeki bir kötüleşme reel milli gelirden azalmaya yol açar. Böylece genel olarak gelir üzerinde istihdam ve ticaret haddi yoluyla ulusal paranın değerinin düşmesinin toplam etkisi belirsizdir.

Toplam harcama yaklaşımı aşırı harcama bağlamında dış hesap analizinin önemini ve esneklikler yaklaşımının aksine üretimi vurgulayarak önemli bir bakış açısı sağlamıştır. Bu yaklaşım, ulusal paranın değerinin düşmesinin istihdam ve ticaret hadleri üzerindeki etkisinin farklı durumlarda değişiklikler gösterebileceği için eleştirilmiştir. Bir diğer eleştiri ise yaklaşımın, ödemeler bilançosu yerine cari işlemler dengesine yönelik bir analiz içermesi ve toplam harcamaları etkileyerek cari işlemler dengesizliğine neden olan değişimlerin analizi ile sınırlandırılması ancak cari işlemler dengesizliğine neden olabilecek diğer değişkenlerdeki değişimleri analiz dışı bırakmasıdır.

### **2.1.3.Mundell–Fleming Modeli**

Mundell–Fleming modeli, sabit döviz kuru, tam sermaye hareketliliği ve yurt içi hedeflere yönlendirilmiş olma anlamında bağımsız bir para politikasının “imkânsız üçleme” oluşturduğu görüşü Fleming’in denklemleriyle ve Mundell’in politika analizlerini birleştiren, Keynesyen IS – LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmış halidir.

I. Dünya Savaşı’na kadar uluslararası makroekonomik teoriye hâkim olan düşünce altın standardı modeliyle küresel ekonominin kendi kendini yönetmesiydi. İki savaş arası dönemde savaş öncesi ekonomik koşullar değişti. Bu değişim ülkeler arasındaki ekonomik entegrasyonu azalttı. Klasik görüş artık uluslararası koşullara uymuyordu ve içinde bulunulan durumu açıklayamıyordu (Obstfeld, 2001: 3). Mundell – Fleming modeli, klasik görüşün açıklayamadığı İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki ekonomik gelişmeleri açıklamaya yönelik Metzler (1942), Machlup (1943) ve Meade (1951) tarafından geliştirilen Keynesyen gelir harcama modelinin uzantısı niteliğindedir (Frankel ve Razin, 1987: 1).

J. Marcus Fleming (1962) ve Robert Mundell (1962) birbirlerinden bağımsız olarak sermaye akımlarının rolünü içeren Keynesyen makroekonomik politika modelini

geliştirdiler. Özellikle 1970'lere kadar çok kullanılan bu model, uluslararası ticaretin artması ile Keynesyen modelin yetersiz kalmasına neden olmuştur.

Meade (1951), öncelikle para ve maliye politikalarının iç ve dış denge üzerindeki etkileri üzerinde odaklanmış, para ve maliye politikalarındaki farklılıkları ve sermaye hesabını ise ikinci plana atmıştır (Boughton, 2003: 2). Meade'in temel eksikliği, ekonominin kısa dönem geçici denge durumundan uzun dönem denge durumuna nasıl geçeceğinin matematiksel açıklamasının olmamasıdır. Dış dengesizlik durumu yurt içi refahın durağan olmamasını sağlamaktaydı ve bu yüzden ekonominin geçici denge durumunun geliştirilmesi gerekmektedir (Obstfeld, 2001: 4-5).

Mundell (1961), Meade'in çalışmasındaki eksikliği, klasik teorinin merkezindeki kendiliğinden dengeye gelme fikrini yeniden ortaya atarak gidermeye çalışmıştır. Mundell, uluslararası özel sermaye akımlarını, dinamik analizinin merkezine yerleştirmiştir. Mundell, kısa dönem dengeyi sınırlandırmak için para talebinin likidite tercihi teorisini kullanarak Meade'in parasal sektöre odaklanan görüşünü takip etmiştir. Fleming'in (1962) çalışmasında, paralel olarak, Mundell'in kısa dönem denge teorisine tamamen benzer bir model geliştirilmiştir (Obstfeld, 2001: 5).

Fleming (1962), yurt içi çıktıyı ayarlama bir ülkenin döviz kuru seçiminin, para ve maliye politikalarının etkinlikleri üzerindeki sonuçlarını araştırmak için Meade'in analizine yönelmiştir. Bu yönelim, Meade'in çalışmasının genişletilmesi niteliğinde olmamakla birlikte onu basitleştirip bir politika problemi olmaya yöneltmiştir. Para politikalarının esnek kurda daha etkili olduğunu savunmuş, aynı zamanda döviz kurundaki dalgalanmanın maliye politikalarının etkinliği üzerindeki etkisinin, sabit bir para stoku ile yurt içi harcamalardaki otonom bir değişim ile ölçülebilen ve önceden tahmin edilemeyen özellikte olduğunu göstermiştir (Boughton, 2003: 2).

Mundell (1961), ödemeler bilançosu dengesizliklerinin dinamik etkileri üzerine odaklanmıştır. Mundell, ücret katılıklarının söz konusu olduğu bir dünyada bile, uluslararası ödemelerde uzun dönem dengeyi sağlamak için Keynesyen otomatik gelir denkleştirme mekanizmasını Hume'un fiyat – altın para akımı mekanizmasıyla karşılaştırmıştır. Örnek olarak para arzında bir artış, faiz oranlarını düşürecek, harcamaları arttıracak, yurt dışına para çıkışı olacak ve dış açık meydana gelecektir. Küçük ekonomi varsayımıyla ilk durumdaki denge durumuna tekrar ulaşıncaya kadar

bu süreç devam edecektir. Mundell (1961), sterilizasyon<sup>3</sup> işlemlerinin rolünü, bu işlemlerin ödemeler bilançosunu etkileyen, süreklilik gösteren olumsuz faktörlere karşı sadece geçici tepki niteliğinde olduğunu göstererek açıklamaktadır. Mundell (1961), iç dengenin otomatik olarak nasıl sağlanacağını göstermek için maliye politikasının merkez konumda olduğu bir politika karması önermektedir. Sabit döviz kurunda, iç ve dış hedefleri sağlamak için para ve maliye politikalarını içeren dinamik bir yaklaşıma başvurmuştur. Mundell (1963), dış dengeyi sağlamada para politikalarının, iç dengeyi sağlamada ise maliye politikalarının etkili olduğunu savunmaktadır. Çıktıyı artırmada hem para hem de maliye politikaları etkilidir ancak buradaki temel sorun bu iki politikanın faiz oranları üzerinde ters etkiye sahip olmalarıdır. Mundell (1963), tam sermaye hareketliliği varsayımıyla sabit döviz kurunda sadece maliye politikasının çıktıyı artırmada etkili olduğunu, para politikasının ise sadece uluslararası rezervleri değiştirdiğini göstermektedir. Diğer taraftan, esnek döviz kurunda ise para politikalarının etkin, maliye politikalarının etkisiz olduğunu savunmaktadır. Bu analizin üstü kapalı bir iması ise merkez bankalarının prensip olarak uluslararası sermaye piyasalarından borçlanabildiği bir dünyada ödemeler bilançosunun, dış dengenin yanıltıcı bir göstergesi olabildiğidir. Daha uygun bir dış denge kavramı, ülkeyi likidite krizine sokabilecek hassasiyetleri hesaba katarak kamu sektörünün ve özel sektörün uzun dönem borç ödeyebilirlik üzerinde odaklanması zorunluluğudur (Obstfeld, 2001:5-6).

Sabit döviz kuru ve tam sermaye hareketliliği varsayımıyla, Mundell–Fleming modelinde genişleyici bir maliye politikası cari işlemler bilançosunun açık vermesine neden olurken, mali genişlemenin para talebi ve gelir üzerindeki etkisinden kaynaklanan faiz oranlarındaki artış ise cari işlemler açığının yüksek düzeyde sermaye akımıyla finanse edilmesine neden olacaktır. Dolayısıyla tam sermaye hareketliliği ve sabit döviz kuru varsayımıyla maliye politikasındaki değişimler cari işlemler bilançosu üzerinde doğrudan etkilidir (Knight ve Scacciavilliani, 1998: 6).

Bu modele göre, dalgalı döviz kurunda genişleyici bir para politikası da cari işlemler dengesini etkiler, ancak bu etkinin yönü önceden belirlenemez. Parasal bir genişleme yurt içi faiz oranlarında bir düşüşe, gelirden bir artışa ve döviz kurunda değer kaybına neden olacaktır. Bu durum, döviz kurunun değer kaybetmesinin ve gelirdeki

<sup>3</sup> Sterilizasyon (kısırlaştırma), merkez bankası tarafından döviz giriş çıkışlarının para arzı üzerindeki etkilerini gidermek üzere yapılan açık piyasa işlemleridir.

artışın ihracat ile ithalat üzerindeki etkisine bağlı olarak cari işlemler açığına veya fazlasına neden olabilecektir. Diğer taraftan dalgalı döviz kurunda maliye politikasının faiz oranı üzerindeki etkisi ulusal para biriminin değer kazanmasına yol açabilecek, dolayısıyla cari işlemler açığı verilebilecektir (Knight ve Scacciavilliani, 1998: 7).

Frankel ve Razin (1987) kamu harcamalarının nasıl finanse edildiğinin ödemeler bilançosu açısından önemli olduğuna değinmişlerdir. Sabit döviz kurunda vergilerle finanse edilen kamu harcamalarındaki artış ödemeler bilançosu açıklarına neden olurken, uzun dönem ve kısa dönemde elde tutulan para miktarını azaltmaktadır. Diğer taraftan borçlanmayla finanse edilen kamu harcamalarında benzer bir artış ödemeler bilançosu fazlalarına neden olur, kısa ve uzun dönemde elde tutulan para miktarını artırır. Aynı şekilde esnek döviz kurunda kamu harcamalarında vergi finansmanlı bir artış ulusal paranın uzun dönem değerini düşürürken, borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarındaki artış ulusal paranın uzun dönem değerinin yükselmesine neden olur.

Klasik IS – LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmasıyla da Keynesyen modelin dışa açık ekonomiye uyarlanmasının sağlandığı bu yaklaşımın sermaye hareketleri ve döviz kurları konusunda iki temel varsayımı vardır. Sermaye hareketleri konusundaki varsayım, sermaye hareketlerinin üzerinde hiçbir engelin olmadığıdır. Mundell'in sermaye hesabını faiz oranı düzeyinin akım fonksiyonu gibi tanımlaması teorik olarak sınırlıdır. Bu durum, sermayenin, sabit yurt içi – yurt dışı faiz oranı farklılığında bile, sabit bir hızı olmasını sağlamaktadır. Döviz kuru konusundaki temel varsayım ise, yatırımcıların döviz kurunun değişmeyeceği beklentisinde olmalarıdır. Bu yaklaşıma göre makroekonomik politikalarla hem iç denge hem de dış denge sağlanabilir. Dış denge tanımlaması tatmin edici sürdürülebilir bir yurt içi yatırım ve tüketimden daha çok, resmi sermaye akımları açısından yapılmıştır. Model, genel olarak kısa dönem analizleri üzerinde durmaktadır. Dolayısıyla ülkenin cari işlemler dengesini sağlayabilmesi için uzun dönemli dinamik etkiler, bu modelde yer almamaktadır. Bu nedenle cari işlemleri dengeye getirebilmek için akım dengesi ve durağan döviz kuru bekleyişleriyle hareket etmektedir. Bu model, politika uygulamalarının farklı döviz kuru rejimleri altında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerindeki etkisini açıklamakta kullanılmıştır. Model sayesinde, farklı döviz kuru rejiminde para ve maliye politikalarının ekonomik etkilerinin analizi yapılmıştır. Mundell – Fleming modeli Keynesyen modele paralel bir şekilde ekonomide maliye politikalarının kullanılmasını savunur ve para politikasının kısa dönemde etkili olmayacağını iddia eder.

Mundell – Fleming modeli, fiyat ve ücret katılıklarının, işsizliğin ve ülkeler arasında sınırlı düzeyde finansal ilişkilerin bulunduğu, durağan bir ekonomi varsayımı altında geliştirilen yeni modellerle gelişme imkânına kavuşmuştur. Söz konusu modellerin temel katkısı, ticaret bağlantılarının Keynesyen çarpanlar üzerindeki etkisini, uluslararası yansımaları, devalüasyonun etkilerini, döviz kurlarının belirlenmesini ve dış ticaret hadlerinin Keynesyen tüketim fonksiyonu üzerindeki etkisini açıklamak olmuştur (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 4).

Gerek esneklikler yaklaşımı ve gerekse toplam harcama yaklaşımı devalüasyonun sadece dış ticaret işlemleri üzerindeki etkilerini dikkate alıp parasal etkilerini dikkate almadıkları için Mundell – Fleming modelini savunanlar tarafından eleştirilmişlerdir. Mundell – Fleming modelini savunanlar, devalüasyonun parasal etkilerine yer vererek, hem ticaret bilânçosu hem de sermaye işlemleri yoluyla genel anlamda dış ödemeler dengesini ele almışlardır.

Mundell – Fleming modelinin en zayıf noktası temel olarak durağan olmasından kaynaklanır. Model kısa döneme odaklandığından, net yatırımların üretken sermaye üzerindeki etkisi ile cari işlem dengesizliklerinin net dış borçluluk konumu üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir. Bu yüzden model sadece ekonomi politikalarının cari işlemler üzerindeki kısa dönem etkilerini açıklar, stok ve akım değişkenlerin birbirleri üzerindeki etkisinin uzun önem sonuçlarını açıklayamaz. Örnek olarak mali bir genişleme öncelikle reel döviz kurunun değer kazanmasına yol açacak, dolayısıyla cari işlemler açık verecek ve yurt dışından sermaye akımı gerçekleşecektir. Bu durum dış borçluluk seviyesinde bir artış meydana getirecektir. Ancak cari işlem açık verdiği için ve dış borç yükümlülükleri arttığı için, net dış borç servis ödemeleri de artacaktır. Mevcut cari işlemler pozisyonunu sürdürebilmek ve dış borç servisini yerine getirebilmek için dış ticaret dengesi düzeltilmelidir. Bu ise, ilk durumda değer kazanan ulusal para biriminin zamanla değer kaybetmesi anlamına gelir. Modelde bir ülkenin cari işlem pozisyonu açısından önemli olan uzun dönem dinamik etkilere değinilmemiştir (Knight ve Scacciavilliani, 1998: 7).

#### **2.1.3.1.Mundell–Fleming Modeline Dornbusch’un Katkısı**

1970’li yıllarda döviz kuru rejiminde ortaya çıkan kaymanın yanı sıra, uyarlayıcı ve rasyonel beklentiler hipotezlerinin analizlere katılması, para ve maliye politikalarının



gelir, döviz kuru ve cari işlemler hesabı açısından yarattığı sonuçların incelendiği dinamik modellerin doğuşunu hazırlamıştır. Bu dönemde, Mundell–Fleming modeline Dornbusch (1976) mükemmel öngörü ve döviz kuru dinamiklerini; Branson ve Buiter (1983) ile Sachs ve Wyplosz (1984) mükemmel öngörü ile akım–stok etkileşimini katarak, para ve maliye politikalarının dinamik kısa ve uzun dönem çıkarımlarını incelemişlerdir.

Dornbusch (1976), Mundell – Fleming modeline basit bir Phillips eğrisi ekleyerek, analizi monetarist yaklaşım ile birleştirmiştir. Tam istihdam varsayımı ile birlikte klasik arz boyutunun eklenmesi, modeli istikrar politikasının etkilerinin analizi açısından anlamlı olmaktan çıkarmakta ve odak noktası döviz kuru belirlenme süreci üzerine kaymaktadır. Faiz paritesi<sup>4</sup> denklemine döviz kuru beklentilerinin getirilmesi ile genişletilen Dornbusch modelinde, para politikası kısa dönemde etkin olmakla birlikte, uzun dönemde nötr hale gelmektedir. Mundell – Fleming – Dornbusch modeli, Satın Alma Gücü Paritesi’nin (SAGP) sağlanmadığı durumda, parasal şokların kısa dönemde reel etkiler yaratmasına ve göreceli fiyatların dünya talebinin yapısındaki değişimlere bağlı olarak değişmesine olanak sağlamaktadır (Dornbusch, 1980:153). Rasyonel beklentilerin dâhil edilmesiyle birlikte, döviz kurundaki öngörülmedik değişikliklere ilişkin haberlerin, dinamik etkileri analiz edilmeye başlanmıştır. Modelde döviz kuru zaman içinde, faiz oranı farklılıkları tarafından belirlenen, bir patika izlemektedir. Parasal gelişmeler veya talebin durumu hakkındaki ‘haberler’ döviz kurunun düzeyinde ve zaman içindeki patikasında derhal ortaya çıkan değişiklikler yaratmaktadır. Modele göre, cari işlemler hesabı yalnızca toplam talebin bir parçası olarak rol oynadığı için, yurt içi üretime yönelik talepteki herhangi bir artış nominal ve reel kurun değer kazanmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, cari işlemler hesabındaki dengesizliklerin, mal veya varlık piyasaları aracılığıyla, ekonomi üzerinde orta vadeli – geri bildirim etkisi bulunmamaktadır.

Dornbusch (1976) modelinde, ekonomiyi vuran olumlu ya da olumsuz bir şok veya yeni haber, döviz kurunun varlık piyasalarında dengeyi sağlamak için, uzun dönem denge değerinin üzerine çıkacağını öngörmektedir. Yapışkan fiyat varsayımı gereğince, fiyatlar başlangıçta sabit kalacak, ancak zaman geçtikçe denge değerlerine doğru

<sup>4</sup>Faiz oranı paritesi; buna göre vadeli döviz piyasasında iki ülke parası arasındaki değişim oranının anında teslim kuruna göre yaptığı prim veya iskonto iki ülkedeki faiz oranları farkına eşittir; vadeli kurların gelecekteki anında kurların sapmasız bir göstergesi olması durumunda bu faiz farkı aynı zamanda kurlardaki değişimin bir göstergesidir.

gideceklerdir. Bu süreçte, döviz kuru da uzun dönem denge değerine doğru gidecektir. Dornbusch modelinde yeni denge, şokun tipine ve sürekliliğine bağlı olmaktadır. Örneğin, para arzında sürekli bir artış gerek denge fiyat düzeyinin gerekse bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden fiyatı olarak tanımlanan döviz kurunun artmasına yol açacaktır.

Ekonomide bazı piyasaların belli bir gecikmeyle uyarlandığı varsayımını yapan Dornbusch (1976), döviz kuru geçiş etkisini farklı bir yaklaşımla ele almaktadır. Literatürde “Hedefi Aşma” (Over-Shooting) olarak bilinen bu yaklaşımda, parasal bir genişleme durumunda, döviz kurları ve finansal piyasalar hızlı uyarlanmalarına rağmen, mal piyasaları yavaş uyarlanır. Bu nedenle kısa dönemde genişletici bir para politikası döviz kurundaki dalgalanmayı artırarak; görece fiyatlarda beklenmedik değişimlere yol açar. Bu süreçte döviz kuru değer kazanır ve rekabet gücü artar. Uyarlanma aşaması boyunca rekabet gücündeki kazanımlar çıktıyı, potansiyelin üzerine çıkardığından fiyat artışını takiben döviz kuru değer kaybetmeye başlar. Uyarlanma sürecinin son aşamasında döviz kuru ulusal enflasyonu doğrudan etkiler. Uzun dönem denge konumunda nominal para, döviz kuru ve enflasyon aynı oranda artar.

#### **2.1.4.Dönemlerarası Yaklaşım**

Dönemlerarası yaklaşım, cari işlemler dengesini ileriye dönük dinamik tasarruf ve yatırım kararlarının sonucu olduğunu savunur. Cari işlemlerin dönemlerarası analizleri Buiter (1981), Sachs (1981), Obstfeld (1982), Svensson ve Razin’in (1983) çalışmaları sonucunda 1980’li yılların başında yaygınlaşmıştır (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 2).

Dönemlerarası yaklaşım dünya sermaye piyasalarındaki gelişmeler, özellikle 1973–74 ve 1979–80’de gerçekleşen petrol fiyatlarındaki yüksek artışlar sonucunda oluşan büyük cari açıklar nedeniyle geliştirilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki cari işlem uyumlarının farklılıkları dış şoklara optimal dinamik cevap şeklinde ifade edilen dönemlerarası probleminden kaynaklanmaktaydı. Ne klasik parasal modeller ne de Keynesyen modeller bu soruna güvenilir çözümler getirebildi. Ayrıca ilk petrol şokundan sonra gelişmekte olan ülkelere verilen banka kredilerindeki ani artış, borçlu ülkelerin dış borç düzeylerinin sürdürülemez hale gelmesi endişesini doğurdu. Gelişmekte olan ülkelerin borç düzeylerini değerlendirme ihtiyacı, doğal olarak dönemlerarası optimal cari işlemler açığı görüşüne yol açtı (Obstfeld ve Rogoff,

1994:2). Bu dönemdeki en önemli analitik gelişme, ticaret akımları dışında cari işlemlerin dönemlerarası boyutlarına odaklanmasıydı. Buradaki farklı nokta ise birbirleriyle ilişkili iki gerçeğin farkına varılmasıydı. Birincisi, temel ulusal gelir denklemlerinden görülebileceği gibi cari işlemlerin tasarruf ile yatırım arasındaki farka eşit olması, ikincisi ise yatırım ve tasarruf kararlarının her ikisinin birlikte, yaşam döngüsü düşüncesi ve yatırım projelerinin beklenen getirisi gibi dönemlerarası faktörlere dayanmasıdır (Edwards, 2001: 4).

İzlenen döviz kuru politikasına göre (esnek veya sabit) para ve maliye politikalarının milli gelir ve dış denge üzerindeki etkisi kısa dönemde farklılaşabildiği Mundell–Fleming modelinin aksine, dönemlerarası yaklaşımda, ülkelerarası nispi fiyat farklılıklarının ve döviz kuru oynamalarının uzun dönemde cari dengeyi etkilemediği ve cari dengeyi açıklamadığı için modelde yer almazlar. Modeldeki rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek istiyorlarsa gelecekte daha fazla tüketim yapabilirler. Bunu yapmak için de gelecekte kazanmayı bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadırlar. Eğer gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha çok tüketim yapabilirler. Buradan da hareketle model, tüketimi sadece şimdiki dönem gelirine değil, gelecekte elde edeceği gelire göre de belirlemektedir. Cari denge, hanhalklarının tüketim ve tasarruf kararlarına göre olduğu modelde rasyonel tüketicinin geleceğe ilişkin beklentileri önem kazanmakta, ayrıca değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyecekleri öngörülmektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için bir araçtır (Mankiw, 1994:415).

Sachs (1981), hanhalklarını, firmaların ve hükümetin uzun dönemli davranışları, cari işlemleri gelecekle ilgili beklentilerin bir fonksiyonu yaptığını ve bu yüzden cari işlem hareketlerinin dinamik bir makroekonomik model içerisinde analiz edilmesi gerektiğini savunmuştur. Sachs’a göre dönemlerarası bütçe kısıtıyla ve hanhalklarının tüketim tercihleriyle ilişkili olarak cari işlem açıklarına neden olan 3 olgu vardır.

Birincisi; cari gelir sürekli gelire oranla düşük olduğu zaman hanhalkları tüketimlerini sürdürmek için negatif tasarrufta bulunurlar. Harcamalar, geçici gelir şoklarına ve onun sonuçlarına göre daha yüksek olmaktadır. Bu yüzden, ticaret hadlerini azaltan yurt içi mallara olan dış talepteki geçici bir azalma ya da reel geliri azaltan yurt

içi verimlilikteki geçici bir azalma dış ticaret ve cari işlem açıklarına neden olmaktadır. Ayrıca sürekli talep veya arz şokları, eğer cari ve sürekli gelirde şoklar nedeniyle eşit oranda azalıyorsa cari açığa neden olmayabilir. Hanehalklarının tüketimleri sürekli reel gelirdeki azalmanın boyutuna bağlı olarak düşer.

İkincisi; tasarrufların getiri oranıyla zaman tercihi arasındaki bir farklılık dış dengesizliğe neden olmaktadır. Sabit bir reel gelir kalıbı olsa bile, hanehalkları tüketimlerini erteleme maliyeti ya da getirisi nedeniyle gelir kalıplarına göre tüketim alışkanlıklarını değiştirmek için bir güdüye sahip olabilirler.

Üçüncüsü ise kamu harcamaları, sürekli düzeylerine oranla yüksek olduğu zaman cari işlemler açık verme eğiliminde olacaktır. Hanehalklarının bütçe kısıtları kamu harcamalarının negatif bir fonksiyonudur. Kamu harcamaları sürekli düzeylerine göre yüksek olursa, toplam harcamalar ortalama düzeyinin üzerinde olacaktır, bu yüzden o dönemdeki geçici mali genişleme ticaret açıklarına neden olacaktır.

Statik veya dönemlerarası cari açık sürdürülebilirliği ölçütleri, uluslararası finansal sistemin tüm ülkelere ve ülkelerin paralarına eşit statüde bir finansman piyasası sağladığı varsayımına dayanmaktadır (Özmen, 2004: 9). Bu yaklaşım toplam harcama ve esneklikler görüşlerinin bir sentezini sağlaması yanında, göreceli fiyatların makroekonomik belirleyicilerini hesaplamakta, cari ve gelecekteki fiyatların tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Gelecekteki verimlilik artışı, hükümet harcama talepleri, reel faiz oranları vs. hakkındaki beklentilere dayalı ileriye dönük hesaplamalardan doğan özel tasarruf ve yatırım kararlarını, hatta bazen hükümet kararlarını dikkate alarak toplam harcama yaklaşımını genişletmektedir. Bu yaklaşım ekonomik ajanların ileriye dönük beklentilerine odaklanarak küçük ve dışa açık bir ekonomide cari işlem hareketlerini açıklamaya çalışmaktadır. Modelde, uluslararası piyasalardan borçlanabilme ve uluslararası aktif değişimi serbestisiyle, rasyonel beklentilere sahip ekonomik birimlerin dönemlerarası bütçe kısıtı altında dönemlerarası fayda fonksiyonlarını optimize ettikleri varsayılmıştır. Dönemlerarası yaklaşımlar, dönemlerarası bütçe kısıtlaması şartına başvurmaktadır. Dönemlerarası bütçe kısıtlaması, ekonominin uygulanabilir tercihlerini sınırlamaktadır. Buna göre; ekonominin harcamalarının bugünkü değeri, yurt içi üretimin bugünkü değeri ile ilk net dış varlık stoku toplamına eşit olmak zorundadır (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 12-13).

Ülkeler, ticaret hadlerindeki değişiklikler, üretimdeki dalgalanmalar, politik reformlar, doğal afetler gibi birçok geçici gelir şokuyla karşı karşıya kalabilmektedir (Kraay ve Ventura, 2002: 3). Dönemlerarası bütçe kısıtı ekonominin uygulanabilir tercihlerini sınırlandırmaktadır. Cari işlem dengesizliklerinin ortaya çıktığı durumları tanımlamak için harcama ve çıktı unsurlarının nasıl belirlendiğini belirtmek gerekir. Bu noktada tercihlerin dönemlerarası ayrılabilirliği, modelin temel varsayımı olmuştur. Eğer ekonomi net dış alacaklı durumunda ise ve dünya faiz oranı ortalama değerinin üstünde ise bireyler geçici olarak yüksek dış faiz gelirleri karşısında tüketimlerini uyumlaştıracakları için cari işlemler hesabı fazla verecektir. Eğer ekonomi net dış borçlu konumunda ise geçici olarak yüksek olan dış faiz oranları cari işlemler üzerinde ters yönlü bir etkiye sahip olacaktır. Bunun yanında çıktı düzeyi sürekli düzeyinin üzerinde ise tüketim uyumlaştırması nedeniyle cari işlemler dengesi fazla verecektir (Obstfeld ve Rogoff, 1994: 14-15).

Dönemlerarası cari hesap modeli, sonsuza kadar yaşayan ve zaman içinde yurt dışından borç alarak ya da borç vererek tüketim uyumlaştırması yapan temsili bir bireyin, küçük ve dışa açık bir ekonomideki davranışına dayanan bir optimal cari hesap patikası tanımlamaktadır. Bu yaklaşım, tasarruf–yatırım perspektifinden cari işlemler dengesine odaklanmaktadır. Modelde ticareti yapılabilen ve ticareti yapılamayan mallar bulunmaktadır (Campa ve Gavilan, 2011: 232).

Dönemlerarası yaklaşımının özünde dönemlerarası bütçe kısıtı yatmaktadır. Buna göre tüketiciler her zaman için daha fazla miktarda ve daha kaliteli mal ve hizmet talep ederler. Bu nedenle insanlar istediklerinden daha az miktarda, gelirlerinin el verdiği müddetçe tüketirler. Dolayısıyla tüketiciler tüketmek için bir limit ile karşı karşıyadır ki buna bütçe kısıtı denir. Bununla beraber insanlar bugün ne kadar tüketebileceklerine karar verirken gelecekteki tasarruflarını da hesaplamak durumundadırlar. Böylece tüketiciler dönemlerarası bütçe kısıtı ile karşılaşmaktadır (Mankiw, 1994: 242).

Fisher’in oluşturduğu modele göre rasyonel tüketiciler, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketmek istiyorlarsa gelecekte daha fazla tüketim yapabilirler. Bunu yapmak için tüketiciler, gelecekte kazanmayı bekledikleri geliri iyi tahmin etmek zorundadırlar. Eğer gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünürlerse bugün daha çok tüketim yapabilirler. Yani model, tüketimi sadece şimdiki dönem gelirine değil,

gelecekte elde edeceği gelire göre belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre cari denge, hanehalklarının tüketim ve tasarruf kararlarına göre oluşturulmaktadır. Bu modelde rasyonel tüketicilerin geleceğe ilişkin beklentileri önem kazanmakta, ayrıca değişkenlerin uzun dönemde birbirlerini etkileyecekleri öngörülmektedir.

En basit tanımıyla, hane halklarının ileri dönemdeki beklentilerine uygun olarak dönemlerarası tüketim ve tasarruf tercihlerinin belirlenmesi ve buna uygun olarak cari açık veya fazla verilmesi olarak tarif edilebilecek dönemlerarası yaklaşımına göre cari denge, dönemlerarası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için bir araçtır.

Söz konusu durumu basitleştirmek için tüketicinin yaşamı iki dönem biçiminde incelenir. Birinci dönem tüketicinin genç, ikinci dönem ise yaşlı olduğu zamanı temsil eder. Tüketicinin söz konusu dönemlerde tasarruf ve borçlanma durumlarını da göz önünde bulundurarak birinci dönemde tüketici  $Y_1$  gelir elde ederken,  $C_1$  kadar tüketmektedir ve ikinci dönemde  $Y_2$  kadar gelir elde ederken tüketimi ise  $C_2$ 'dir. Birinci dönem için tasarruf (S) aşağıdaki gibidir.

$$S = Y_1 - C_1 \quad (2.4)$$

İkinci dönemde ise tüketim biriktirilen tasarruf ve bu tasarruftan elde edilen faiz geliri  $((1 + r)S)$  ve ikinci dönemde kazanılan gelir ( $Y_2$ ) toplamına eşittir.

$$C_2 = (1 + r)S + Y_2 \quad (2.5)$$

Dikkat edilirse  $S = Y_1 - C_1$  ve  $C_2 = (1 + r)S + Y_2$  borçlanma durumu tasarrufundan fazla olsa dahi geçerlidirler. Eğer birinci dönemdeki gelir tüketimden fazla ise tüketici tasarruf etmektedir, bu nedenle S sıfırdan büyüktür. Eğer birinci dönem tüketimi birinci dönem gelirini aşarsa o zaman tüketici borçlanmış görünmektedir dolayısıyla S sıfırdan küçük değer almaktadır. Burada durumu basitleştirmek için borç faizi ile tasarruf faizi eşit kabul edilmektedir. Tüketicinin bütçe kısıtına ulaşabilmek için iki denklem birleştirilir ve gerekli işlemler yapılarak aşağıdaki denkleme ulaşılır.

$$C_1 + \frac{C_2}{1+r} = Y_1 + \frac{Y_2}{1+r} \quad (2.6)$$

Yukarıda yer alan eşitlik tüketicinin iki dönem için gelirine göre tüketimini ifade etmektedir. Bu tüketicinin dönemlerarası bütçe kısıtını göstermektedir.

Eğer reel faizin sıfır olduğu düşünülürse toplam tüketimin toplam gelire eşit olduğunu görebiliriz. Ancak reel faiz, normal olarak sıfırdan büyük değerde olacağından dolayı gelecekteki tüketim ve gelecekteki gelir reel faize bağlıdır. Reel faizle elde edilen

gelirdeki artış ise tasarrufla gelmektedir. Rasyonel olarak tüketici cari gelirinden tasarruf ettiği oranda faiz geliri elde ederek, cari gelirin gelecekteki gelirinden daha önemli olduğunu düşünür. Tasarrufla gelen faiz geliri ile birlikte elde edilecek olan gelecekteki gelir tüketiciye göre cari gelirinden daha az maliyete sahiptir.  $1/(1+r)$  ifadesi birinci dönem tüketimi ile ölçülen ikinci dönem tüketimin ifadesidir yani daha açık bir ifade ile birinci dönemde tüketilen miktar ile ikinci dönemde tüketiminden vazgeçilmek zorunda kalınan durumu gösterir.

Örneğin, şu anda Türkiye’de üretimi hemen hemen yapılmayan doğalgazın keşfi ileride hem üretimi hem de milli geliri artırabilecek olumlu bir gelişme olarak düşünülebilir. Dolayısıyla doğalgaz kaynaklarının ortaya çıkarılması için bir kaynak ihtiyacı doğacaktır. İhtiyaç duyulan kaynaklar, ya yurt içinden sağlanacaktır ki bu, tüketimin azaltılıp tasarruf yapılmasıyla mümkündür ya da yurt dışından borçlanılarak bulunacaktır. İşte bu modele göre, eğer ileride üretim ve milli gelirin artacağı tahmin ediliyorsa şimdiki dönemde tüketimi azaltmak yerine yurt dışından borçlanarak kaynak yaratmak, rasyonel bir seçim olabilir. Bunun sonucunda verilecek cari açık, ülke ekonomisi için risk yaratmayacaktır. Yani cari denge, tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için tampon görevi görmektedir.

Model dönemlerarası bütçe kısıtından yola çıkılarak ulaşılmış bir sonuçtur. Küçük açık bir ekonomide devlet müdahalesi olmayan, ekonominin borç alıp vermesi için dünya faiz oranının geçerli olduğu bir kısıtlama ve ayrıca iki dönemli tek mal ticaretinin olduğu varsayılmaktadır. Model uluslararası piyasalarda serbestçe borç alıp verebilen bir bireyin, cari dönem bütçe kısıtından türetilmiştir. Modeldeki değişkenler, ithalat ile ihracatın yıllar içindeki hareketleri birbirini takip eden veya tamamlayan şekilde ise (yani bir etkileşim arz ediyor ise) cari açık sürdürülebilir olmaktadır.

İki dönemli bütçe kısıtına dayanan bir ekonomi ele alalım. Her ne kadar faiz oranlarındaki değişimler bugünkü ve gelecekteki tüketim arasında zaman tercihi yapmayı olanaklı kılssa da, basitlik sağlaması için  $r_t = r_{t-1} = r$  olduğunu varsayalım. Bu varsayımlar altında:

$$C_t + I_t + G_t + B_t = Y_t + (1 + r)B_{t-1} \quad (2.7)$$

olsun. Burada;  $C_t$  özel tüketim harcaması,  $I_t$  kamu ve özel yatırım harcamaları,  $G_t$  kamu cari harcamaları,  $B_t$  net dış varlıklar,  $Y_t$  gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYİH) ve  $r$  dünya faiz oranını ifade etmektedir. Eşitliğin sağında yer alan ifade GSMH (gayri safi milli

hâsıla), yani toplam gelirleri göstermektedir.  $C_t + I_t + G_t$  ise toplam iç talebi ifade etmektedir. (2.7) denklemi yeniden düzenlenirse aşağıdaki eşitlikler elde edilir:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + Y_t - C_t - I_t - G_t = (1 + r)B_{t-1} + NX_t \quad (2.8)$$

Burada,  $NX_t$  ülkenin net dış faktör gelirlerini de içerecek şekilde tanımlanmış net ihracatı göstermektedir. Net ihracat,  $NX_t = Y_t - C_t - I_t - G_t$  biçiminde tanımlanmaktadır. Net ihracat gelirleri  $NX_t$  içinde, alışılmış mal ve hizmet ihracatı ve ithalatına ek olarak, sermayenin yurt dışı hizmetlerinden sağlanan net faiz + kar + kira geliri, yani net dış varlıklardan sağlanan gelir de vardır. Borçlu ülkeler için, net sermaye geliri eksi olduğundan, net ihracat geliri daha düşük olacaktır. Cari açık varsa net dış varlıklar azalır. Net dış varlıklar içinde, genellikle tahvil ve krediler gibi net dış finansal varlıkların ağırlıklı olduğu, net dış yatırımlardan oluşan net fiziki varlıkların önemsiz olduğu varsayılmaktadır. (2.8) denklemi ileriye doğru tekrarlanırsa aşağıdaki (2.9) denklemi elde edilir:

$$B_t = \sum_{j=1}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j E_t(NX_{t+j} | \Omega_{t-1}) + \lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T E_t(B_{t+T} | \Omega_{t-1}) \quad (2.9)$$

Burada,  $\Omega_{t-1}$  (t-1) anında elde edilebilir olan bilgi setini,  $E_t(\cdot)$  ise koşullu beklenen değer işlemcisini tanımlamaktadır. Eğer aşağıdaki koşul, diğer adıyla Ponzi oyunu yok<sup>5</sup> (NoPonzi Game) koşulu karşılanırsa, net ihracatın gelecekteki dağılımının şimdiki değeri, net dış varlıkların cari değerine eşit olacaktır.

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^T E_t(B_{t+T} | \Omega_{t-1}) = 0 \quad (2.10)$$

Eğer “Ponzi oyunu yok” koşulu sağlanmaz ve örneğin  $B_{t+T} < 0$  olursa,  $B_t$  denkleminin sol tarafında yer alan harcamalar toplamının şimdiki değeri, sağ tarafta yer alan gelirler toplamının şimdiki değerini aşacaktır. Bu durumda, borç verenlerin giderek büyüyen miktarlarda sınırsız borç vermeleri gerekir ki bunu kabul etmezler. Ponzi oyununa düşmeme koşulu için; “. . . borç verenler, borcunu ödemedi, borçlunun ölmesine izin vermezler.” şeklinde ilginç bir gerekçe açıklanabilir (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 61).

Trehan ve Walsh (1991), cari işlemler dengesi veri iken  $CA_t = B_t - B_{t-1}$ , cari işlemler dengesinin durağan olabilmesi için (2.10) denkleminin karşılanması yeterli koşul olduğunu göstermiştir. Eğer bir ekonominin büyüme oranı pozitif ise, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği,  $y_t = \frac{CA_t}{Y_t}$  oranının durağan olması halinde

<sup>5</sup>Ponzi Oyunu Yok şartı, gelecekte net borç stokunun sıfıra yaklaşacağı ve borçların bitirileceği anlamına gelmektedir. Ayrıca bu koşul bir ekonomik aktörün sonsuza kadar borçlanamayacağını göstermektedir.



sağlanmaktadır. Buna göre, GSYİH büyüme oranı, cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranından büyük ise, cari işlemler dengesi açıkları sürdürülebilir olup, bu durumda sürdürülebilirlik hipotezi; borç stokunun GSYİH'ye oranının uzun dönemde sabit olduğunu ifade etmektedir. Bir tüketici için gelecekteki fayda akımlarının şimdiki değeri aşağıdaki denklem tarafından temsil edilebilir:

$$\sum_{k=0}^{\infty} \alpha^k E_t[u(C_{t+k})] \quad 0 < \alpha < 1 \quad (2.11)$$

Burada;  $\alpha$  iskonto faktörü ve  $C_t$  tüketimdir.  $u(C_t)$ , tüketim düzeyi arttıkça kesin artan konkav anlık fayda fonksiyonunu tanımlamaktadır. Ayrıca,  $u'(C_t) > 0$  ve  $u''(C_t) < 0$  'dır. Tüketicinin bütçe kısıtı, cari hesap özdeşliği tarafından temsil edilen, ekonominin dönemlerarası bütçe kısıtıdır. Bu sözü edilen bütçe kısıtı (2.12) denklemi ile ortaya konabilir:

$$CA_t = \Delta B_t = rB_{t-1} + Y_t - C_t - I_t - G_t \quad (2.12)$$

Burada;  $CA_t$ , cari işlemler dengesini diğer değişkenler de önceden tanımlanan ifadeleri göstermektedir. Biz tüketicinin fayda fonksiyonunun kuadratik formda olduğunu ve dönemlerarası iskonto oranının da dışsal olarak belirlenen dünya faiz oranına eşit olduğunu varsaymaktayız. Optimal tüketim patikası, aşağıdaki (2.13) denklemi ile verilmiş olsun:

$$C_t = r \left\{ B_{t-1} + \frac{1}{1+r} E_t \left( \sum_{k=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^k (Y_{t+k} - I_{t+k} - G_{t+k}) \right) \right\} \quad (2.13)$$

(2.13) denklemi, (2.12) denklemi içinde yerine yazılırsa optimal cari hesap  $CA_t^*$ , aşağıdaki gibi elde edilir:

$$CA_t^* = - \sum_{k=0}^{\infty} (1+r)^{-k} E_t(\Delta Q_{t+k}) \quad (2.14)$$

Burada  $Q_t$ , ülkenin net geliri ya da net ulusal para akımları olarak tanımlanmaktadır,  $Q_t = Y_t - I_t - G_t$ .

Dönemlerarası yaklaşımdan hareketle türetilen optimal cari işlem dengesi ile ilgili iki temel özellikten söz edilmektedir. Birincisi, (2.14) denklemi optimal cari işlemler dengesinin, oluşan ekonomik şoklara karşı özel sektörün zaman içinde tüketim uyumlaştırması yapmasına olanak verdiğini göstermektedir. Sürekli şoklar, cari işlemler dengesinde uzun dönemde herhangi bir değişiklik yaratmamaktadır. Örneğin GSYİH'de sürekli bir artış, tüketimde de birebir artışa yol açmakta ve böylece cari işlemler dengesinde değişiklik olmamaktadır. Kamu harcamalarında beklenmedik bir azalma, (2.14) denkleminin sağ tarafında bir artışa neden olur. Böylece cari işlemler dengesi, fazla verme eğiliminde ya da açık pozisyonunda küçülme eğiliminde olur. İkincisi

(2.14) denklemi, optimal cari işlemler dengesinin net gelirden gelecekte oluşması beklenen değişimlerin bugünkü değere iskonto edilmiş hali olduğunu ifade etmektedir. Bu durumda eğer,  $\Delta Q_t$  durağan ise, cari işlemler dengesi de ayrıca durağandır. İlave olarak (2.14) denklemi cari işlemler dengesindeki değişimin ya da dalgalanmanın ortalama etrafında olduğunu da göstermektedir. Bu bulgu, cari işlemler dengesi açıklarının durağan olup olmadığının analizinde doğrusal olmayan birim kök testlerinin kullanımının uygun olacağını ortaya koymaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

#### 3.1.Sürdürülebilirlik Kavramı

Ülkelerin ödemeler bilançosu istatistikleri arasında yer alan cari işlemler dengesi, ülkelerin geleceğe yönelik karar alma sürecinde önde gelen göstergeler arasında kritik bir role sahiptir. Ödemeler dengesi içinde yer alan cari işlemler hesabı, ekonomide yerleşikler ile yabancılar arasındaki mal, hizmet, faktör geliri ve transfer hareketlerini yansıtır. Cari işlemler pozisyonunda meydana gelen bir değişiklik, yurt içinde tasarruf yatırım dengesinde bir açığın oluşmasına neden olur. Birçok ülke uzun yıllar boyunca cari açık problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Ancak ekonomilerin gelişmelerini sürdürebilmek için ihtiyaç duydukları teknoloji, ara malı ve yatırım mallarını ithal etme gereksinimine karşın, petrol ihraç eden ülkeler dışında, ihracat gelirleri ile ithalatlarını gerçekleştirmeleri mümkün değildir. Bu nedenle de ülkelerin kalkınma ve büyümelerini dış açıklarla finanse etmeleri gerekmektedir. Bu finansman yolu da yerleşiklerin sahip olduğu dış varlıkların satışı ya da yurt dışından borçlanma ile karşılanmasıdır. Bununla birlikte, cari işlem açıkları, artan borç yükü ve sermaye çıkışlarının yol açtığı dış borçların sürdürülemez hale gelmesi nedeni ile bu yolla karşılanamayabilir. Bu nedenledir ki, politika belirleyebilmek için cari açık hareketlerinin ve cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğinin açıklanması gerekir.

Bir ülkede makroekonomik istikrarın sağlanması açısından cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olması gerekmektedir. Genel olarak bir ülkede cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olup olmadığını belirlemek kolay değildir. Çünkü “sürdürülebilirlik” kavramı, karmaşık makroekonomik meselelerden biridir (Kim vd., 2009: 166).

“Sürdürülebilirlik” kavramı için, ampirik kanıtların bulunup bulunmaması, kullanılan ekonometrik yöntemlerle yakından ilişkilidir. Bu açıdan, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği iktisat literatüründe araştırmacıların sürekli olarak ilgi gösterdikleri bir konu olmuştur (Christopoulos ve Leon-Ledesma, 2010: 443).

Mann (2002) sürdürülebilir cari dengeyi, “cari denge ve uluslararası yatırım pozisyonunun tüketim ve yatırım harcamalarını diğer makroekonomik değişkenlere nazaran daha az etkilemesi” olarak tanımlar. Mann’a (2002) göre, cari işlemler

dengesinin sürdürülebilirliği, hem yurt içi hem de yurt dışı finansman açısından ele alınması gereken bir meseledir.

Milesi-Ferretti ve Razin'e (1996a) göre de sürdürülebilir cari denge, tasarruf ve yatırım gibi yurt içi ekonomik değişkenlerde tetikleyici geri bildirim etkilerine neden olmadığı gibi, aynı zamanda uluslararası portföyün yeniden dağıtımına yol açacak bir faiz oranı değişikliği gerektirmemektedir. Ülkenin cari açığı öyle bir noktaya gelmiştir ki olası bir devalüasyon veya borçların ödenememe riski görmezlikten gelinemez. Uluslararası yatırımcılar, ülkenin yarattığı varlıkları (tahvil, bono, ulusal para) almaktan vazgeçer. Bunun sonucunda faizler yükselmek zorunda kalır, devalüasyon olur, insanlar yatırım ve tüketim alışkanlıklarını değiştirmek zorunda kalır. Söz konusu değişim, cari açık sonrasında uygulamaya konulacak sıkı para ve maliye politikalarının sebep olacağı ekonomik durgunluğa yol açılabileceği gibi dış yükümlülüklerin yerine getirilememesi şeklinde sonuçlanabilecek döviz kuru çöküşü şeklinde de kendini gösterebilir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a: 10).

Roubini ve Wachtel'e (1998) göre cari işlemler dengesinin seyri, söz konusu ülkenin ödeyebileceği dış borçlarla ilişkilidir. Eğer ülke gelecek dönemlerde cari işlem fazlalarına sahip olacaksa, çok yüksek cari işlemler açıkları verebilir ve dış borçlarını sürdürebilir. Yani ülkenin dış borç stoku, reel faiz oranından daha fazla artmadığı sürece ülke cari açıklarını sürdürebilir. Roubini ve Watchel (1998) cari açığın sürdürülebilirliği açısından sermaye akımlarının önemli bir yere sahip olduğunu belirtmişlerdir. Ancak kısa vadede bu tip akımlar sürdürülebilirliği artırırken zamanla iki nedenden dolayı sürdürülebilirliğe negatif etki yapmaktadırlar. Bu akımlar genellikle portföy yatırımı yani sıcak para niteliği taşıdığından piyasa koşullarının değişmesi durumunda ani geri çekilmelere neden olabilmektedirler. Bir diğer olumsuz etkisi ise, ülke parasının değerlenmesine ve dolayısıyla ülkenin rekabet edebilirliğini azaltarak gelecekte cari açığın kapanması için gerekli olan ihracat gelirlerinin azalmasına yol açmalarıdır. Merkez bankaları bu tip bir değerlenmeye engel olmak istediğinde, piyasadan döviz almakta ve bu durum aynı zamanda döviz rezervlerini artıracığından sürdürülebilirliğe olumlu etki yapmaktadır. Ancak bu sermaye akımları sterilize edilmezse parasal büyümeye yol açarak yüksek enflasyon ve reel değerlenmeye yol açmaktadır (Roubini ve Watchel, 1998: 7-9).

Milessi-Ferretti ve Razin (1996a, b), sürdürülebilirliğin borçlu ülkenin ödeme, borç verenlerin ise borç verme istekleriyle ilişkili olduğunu vurgulamışlardır.

Dönemlerarası borç ödeyebilme gücünü koruyan bir ekonomide cari işlemler dengesizlikleri üretim, tüketim, yatırım ve kamu harcamalarının sürekli düzeylerinden sapmaları yansıtır (Milessi-Ferretti ve Razin, 1996a: 9).

Ülke kaynaklarının dış borç ödemelerini karşılayabilme yeterliliğini ölçebilmek amacıyla “Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi” tablosuna bakmak yararlı olabilir. IMF tarafından geliştirilen tablo, kısa vadede dışarıdan kaynak desteği almadan tüm döviz cinsinden yükümlülüklerin yine döviz cinsinden varlıklarla karşılanıp karşılanmayacağını ölçmek için kullanılmaktadır. Söz konusu tablo, kamu kesimi ve merkez bankasının döviz cinsinden varlıklarıyla, kısa vadeli döviz yükümlülüklerini aynı tabloda göstermektedir. Döviz cinsinden varlıklar, resmi rezerv varlıkları ile diğer döviz varlıklarından oluşmaktadır. Döviz cinsinden yükümlülükler ise, bilançoya dahil olan ve nazım hesaplarda takip edilen önceden belirlenmiş kısa vadeli ödemelerin yanı sıra ödenmesi muhtemel diğer yükümlülükleri de içermektedir. Özellikle 1997’de Doğu Asya’da çıkan krizden sonra, var olan erken uyarı sistemlerinin krizi teşhis etmesindeki yetersizliği düşünülerek geliştirilen bu tablo, IMF tarafından cari dengenin kırılganlığını ölçmeye yarayan göstergelerden biri olarak gösterilmiştir (IMF, 2001: 8).

Dünya piyasalarıyla bağlantılı açık bir ekonomi için dönemlerarası planların önemli bir yönü, söz konusu ekonominin net borçluluğundaki değişimleri ölçen cari işlemler dengesinin zaman içerisindeki seyridir. Cari işlemler dengesinin istikrarı iki neden dolayısıyla önemlidir. Birincisi, istikrarlı bir cari işlemler dengesi varsa, ülkenin dış borçlarını ödeyememe gibi bir durum söz konusu olamaz. İkincisi, cari işlemler dengesi istikrarı modern dönemlerarası modelin tahminleriyle tutarlıdır (Obstfeld ve Rogoff, 1996: 90).

Milessi-Ferretti ve Razin’e (1996b) göre borç ödeyebilirlik teorik olarak ekonominin söz konusu dönemdeki bütçe kısıtı ile ilişkilidir. Bu bağlamda eğer gelecek dönemlerdeki ticaret fazlalarının bugünkü değeri ülkenin dış borçlarının cari değerine eşitse ekonomi borç ödeyebilir konumdadır. Uygulanmakta olan politikalar ve gelecekte uygulanması planlanan politikaların ülkenin bütçe kısıtı üzerinde olumsuz bir etkisi yoksa bu politikalar ve cari işlemler açığı sürdürülebilirdir. Diğer taraftan bu politikaların belirsizliği ve uygulanmakta olan politikalarda önemli bir dönüşüm

gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek makroekonomik dengesizliklerin söz konusu olması durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelebilir.

Sonuç olarak Milesi-Ferretti ve Razin'e (1996a) göre net dış varlıklardaki değişim dünya reel faiz oranı ile pozitif, döviz kurunun değer kazanması ve yurt içi ekonomik büyüme oranı ile negatif ilişkilidir ve hem borç dinamikleri hem de dış ticaret açıkları tarafından yönlendirilir. Milesi-Ferretti ve Razin'e göre de sürdürülebilirlik tanımı ülkenin ödeme gücü ile ilişkilidir. Eğer bir ülkenin gelecekteki dış ticaret fazlasının şimdiki değeri ülkenin dış borcunun cari değerine eşitse o ülke ödeme gücüne sahiptir ve cari işlemler açığı sürdürülebilirdir. Ancak mevcut politika uygulamasını değiştirmeyi gerektirecek ya da bir krize yol açabilecek dengesizliklerin varlığı durumunda cari işlemler dengesi sürdürülemez hale gelmektedir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996a: 2).

Mann (2002), cari açıkların sürdürülebilir olmasını bu açıkların ekonominin yapısında bir değişiklik yaratıp yaratmamasına bağlamıştır. Mann, cari işlemler açığını ulusal gelir ve üretim hesaplarına dayanan yurt içi perspektif, mal ve hizmet ticaretindeki akımlara dayanan uluslararası perspektif ve finansal varlıkların elde tutumu ve bu varlıkların akımlarına dayanan uluslararası perspektif olmak üzere üç açıdan ele almıştır. Yurt içi görüşe göre sürdürülebilir cari işlemler açığı, cari işlemlerden ya da uluslararası net yatırım pozisyonundan tüketime olan geri besleme etkilerinin bu harcama kategorilerini etkileyen diğer makroekonomik değişkenlerle karşılaştırıldığında daha zayıf olmasına bağlıdır. Uluslararası finans görüşüne göre, sürdürülebilir cari işlemler açığı, uluslararası portfolyo ayarlamalarının faiz oranları ya da döviz kurları üzerindeki ters etkilerinin, fiyatları ve portfolyo seçimlerini etkileyen diğer makroekonomik güçlerle karşılaştırıldığında görece zayıf olmasına bağlıdır.

Eğer ülke çok yüksek cari işlemler açığı veriyorsa, uluslararası yatırımcılar söz konusu dönemdeki faiz oranlarından ve döviz kurlarından ülke varlıklarını satın almak istemezler. Sonuçta yabancı yatırımcıların ilgisini çekmek için faiz oranları artar ve/veya talep düştüğünden döviz kuru değer kaybeder. Bu yüzden yurt içi tüketicilerin ve yatırımcıların daha fazla tasarruf, daha az tüketim ve yatırım, daha az ithalat yapmalarına neden olur. Dolayısıyla çok yüksek boyuttaki cari işlem açıkları yatırımı, tüketimi, faiz oranlarını ve döviz kurunu etkileyebilir (Mann, 2002: 144).

Chen'e (2011a) göre ise, GSYİH büyüme oranı, cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranından büyük olduğu sürece, cari işlemler dengesi açıkları sürdürülebilir niteliktedir.

Cari işlem açıkları, 1990 sonrası dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin değerlendirilmesinde önemli bir gösterge olarak alınmaya başlanmıştır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ile cari açıklarını daha da arttıran gelişmekte olan ülkelerde cari açıkların sürdürülebilirliği konusu, tekrar gündeme gelmiştir (Ouanes ve Thakur, 1997: 18). 1990'lı yıllarda başlayan cari açık sorunu, gelişmekte olan ülkelere yaşanan ekonomik krizlerin en önemli nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir (Freund, 2005: 1278, Labonte, 2010: 2). Cari açığın bir kriz sinyali olarak kabul edilmesiyle ilgili tartışmalar da bu yıllarda başlamıştır. Dornbusch ve Fischer (1990), cari açığın, GSYİH'ye oranının %4, Freund (2005) ise cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranının %5 eşik değerine ulaştıktan sonra ülkede kırmızı alarmla geçilmesi gerektiğini vurgulamıştır. Çünkü cari işlemler dengesi açıklarının %5 değerine ulaşması halinde, GSYİH büyüme hızı yavaşlamakta ve reel döviz kurunda önemli bir aşınma ortaya çıkmaktadır. Sadece cari açığın GSYİH'ye oranının yüksekliğine bakarak kriz olasılığından söz etmenin eksik olacağını, ülkenin döviz kuru politikası, dış borçların miktarı, vadesi ve bileşimine de bakılması gerektiğini düşünen iktisatçılar (Edwards, 2001: 38) olduğu gibi, cari açık, kamu kesiminden değil de özel sektörden kaynaklandığında, endişeye gerek olmadığını düşünen iktisatçılar da vardır (Uygur, 2004: 12). Buna ek olarak eğer cari açıklar kısa dönemli borçlanmalar ve dış rezervler tarafından karşılanıyorsa veya tüketim harcamalarından kaynaklanıyorsa tehlikenin boyutu daha da artmaktadır. Cari işlem açıklarının büyümesi 1990 sonrasında birçok gelişmekte olan ülkede krizlerin ana nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir.

Cari işlemler dengesinin krizlere ilişkin önemli bilgiler içerdiği ve bu açığın büyüklüğüne bağlı olarak ileriki dönemlerde yaşanabilecek döviz kuru krizlerinin göstergesi olduğu kabul edilmektedir. Labonte'ne (2010) göre, Meksika, Türkiye, Doğu Asya, Güney Afrika, Brezilya, Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelere büyük cari açıklar, finansal ve döviz krizlerinde en önemli gösterge olmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde ülkelerin cari hesaplarının durumu ekonomik istikrarın sürdürülebilir olması bakımından oldukça önemlidir (Labonte, 2010: 7).

Cari açığın sürdürülebilirliği konusunda Uygur (2004) % 5’lik bir eşik oranın, döviz kuru politikası, dış borçların vadesi ve bileşimi, dış ticaretin yapısı ve dışa açıklık oranı açısından değerlendirilmesi gerektiğini belirtmiştir. Milesi-Ferretti ve Razin (1996a) kalıcı cari açıklar için belirli bir eşik değerinin (üç dört yıl süreyle GSYİH’nin %5’i gibi) tek başına sürdürülebilirliğin değerlendirilmesi için yeterli bir ölçüt olmadığını, cari açık büyüklüğünü döviz kuru politikası ve açıklık oranı, tasarruf ve yatırım düzeyleri ve finansal sistemin sağlamlılığı gibi yapısal faktörlerle değerlendirilmesi gerektiğini belirtmiştir.

### 3.1.1.Sürdürülebilirlik Göstergeleri

1970’lerin ikinci yarısından itibaren özellikle petrol şokunun sonucu olarak dünyadaki birçok ülke cari işlemler dengelerinde büyük değişimler yaşadı. Bu gelişmeler politikacılarda ve ekonomistlerde büyük ilgi uyandırdı ve birçok uzmanı cari işlemler dengesinin belirleyicilerini analiz etmeye yönlendirdi. İngiltere eski Maliye Bakanı Nigel Lawson, 1988’de Uluslararası Para Fonu’na (IMF) hitaben yaptığı konuşmasında – literatüre “Lawson Doktrini” olarak geçen özel sektör kaynaklı, büyümeyi finanse eden cari açıkların sıkı bir mali disiplin uygulayan ülkeler açısından sorun oluşturmayacağını, geçmişten gelen bütçe açıklarının cari işlemler açığının temel nedeni olduğunu, dolayısıyla bütçe dengede ise özel kesim davranışlarından kaynaklanan cari işlem açıklarının sorun teşkil etmeyeceğini ileri sürmüştür. Diğer taraftan Amerikan eski Hazine Sekreteri Lawrence Summers, Lawson Doktrinine karşı çıkarak, cari işlem açıklarının sadece özel kesim kaynaklı olmalarından ötürü zararsız olduklarının düşünülmemeyeceğini ve gayri safi ulusal gelirin %5’ini aştığında, bu açıklar hızlı bir şekilde ters çevrilebilecek şekilde finanse edilmişse dikkat edilmesi gerektiğini savunmuştur.

Cari işlem açıklarının sürdürülebilir olup olmadığını belirleyecek temel bir kural yoktur. Bununla birlikte literatürde cari işlem dengesizliklerini değerlendirmede kullanılabilecek birkaç kriter geliştirilmiştir.

Son yıllarda yaşanan cari işlem açıkları nedeni ile yaşanan ödemeler dengesi krizleri birçok ülkede açıkların sürdürülebilirliği konusunu tekrar gündeme getirmiştir. Cari işlemler dengesinde büyük ve sürekli açıklar krizler için uygun bir altyapı oluşturmaktadır. Cari işlemler dengesinin sürdürülebilirlik göstergelerini yapısal özellikler, makroekonomik politikalar, politik istikrar ve ekonomik belirsizlik olmak



üzere dört ana kategoride sınıflandırılmıştır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996b: 16, Roubini ve Bacus, 2001: 18).

#### **a) Yapısal Özellikler**

Bu özellikler içerisinde tasarruflar ve yatırım, ekonomik büyüme, açıklık ve ticaret, dış yükümlülüklerin, cari işlemler hesabının yapısı, sermaye girişlerinin yapısı ve hacmi, finansal yapı yer alır.

Tasarruf ve yatırım: Ulusal tasarruflar ile ulusal yatırımlar arasındaki farkla da belirlenen cari hesap dengesinde, tasarruf ve yatırımların seviyeleri dış dengenin sürdürülebilirliğini etkilemektedir. Yatırım seviyesinin yüksek olması daha yüksek verimlilik kapasitesi üzerinden gelecekte daha yüksek bir büyüme yarattığından borçların ve dolayısıyla cari açığın dönemlerarası ödenebilirliğini artırmaktadır (Roubini ve Watchel, 1998: 6).

Cari açık eğer yatırımların artışı ile oluyor ise bu durumda sürdürülebilirlik için düşük bir tehlike arz etmektedir. Dışarıdan alınan kaynak, ticari malların yatırımlarında kullanılıyor ise açık, ekonomideki üretim artışı ve buna bağlı olarak gelecek dönemde beklenen gelir artışı ile rahatlıkla kapatılabilir.

Cari açık tasarruf oranlarının düşmesi ile oluyor ise yatırım artışı ile oluşan bir açıktan daha tehlikeli olabilmektedir. Verimli sermayeye yapılan yatırımlar gibi belli yatırım türleri diğerlerine göre sürdürülebilir cari açıklar için oldukça önemlidir. Tasarruf düşüşü büyük bütçe açıkları veya özel kesim tasarruflarındaki düşüşle olabilir. Eğer özel kesim tasarrufları, özel kesim yatırım oranlarına yaklaşık olarak eşit veya en azından aynı oranda hareket ediyorsa, bu durumda bütçe açıkları ile cari işlemler açığı birlikte seyretmektedirler. Bu da ekonomiyi ikiz açıklar sorununa yöneltmektedir (Mann, 2002: 5). Dolayısıyla cari açık büyük bütçe açıkları ile yönlendirilmesi söz konusu ise bu özel kesimin tasarruf düşüşlerinden daha tehlikeli bir görüntü ortaya koymaktadır.

**Tablo 1. Kırılgan Beşli Ülkelerde Bütçe Dengesinin GSYİH'ye Oranı**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Brezilya</b>	-3,9	-3,9	-3,3	-3,5	-4,1	-2,2	-2,5	-3,2	-2,7	-1,9	-2,6
<b>Endonezya</b>	-0,6	0,6	0,2	-1	0	-1,8	-1,2	-0,6	-1,7	-2,2	-1,9
<b>Hindistan</b>	-8,3	-7,2	-6,2	-4,4	-10	-9,8	-8,4	-8,5	-8	-8,5	-8,2
<b>Güney Afrika</b>	-1,2	0	1,2	1,4	-0,4	-5,5	-5,1	-4	-4,8	-4,9	-4,6
<b>Türkiye</b>	-4,4	-0,8	-0,7	-2	-2,7	-6	-3	-0,7	-1,6	-2,3	-1,7

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

**Tablo 2. Kırılgan Beşli Ülkelerde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ye Oranı**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Brezilya</b>	-2,7	-3,5	-3,5	-2,7	-1,4	-3,1	-2,7	-2,5	-2,7	-3	-3,4
<b>Endonezya</b>	2	0,6	2,6	1,6	0	2	0,7	0,2	-2,7	-3,4	-2,2
<b>Hindistan</b>	0,1	-1,3	-1	-0,7	-2,5	-2	-3,2	-3,4	-4,7	-4,4	-3,6
<b>Güney Afrika</b>	-3	-3,5	-5,3	-7	-7	-4	-2,8	-3,4	-6,3	-6,1	-7,9
<b>Türkiye</b>	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-6,3	-10	-6,1	-7,4	-6,8

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

Ekonomik büyüme: Cari açık, hızlı ekonomik büyümeden kaynaklanıyor olabilir. GSYİH'deki hızlı artış, uzun vadede yatırımları arttıracığından cari açıkların sürdürülebilir olduğu söylenebilir. Hızlı büyüyen ülkeler, Dış Borç/GSYİH oranlarında herhangi bir artış olmadan kalıcı cari işlemler açıklarını sürdürebilmektedir. Yatırım üzerinden fiziki sermaye birikimine ek olarak beşeri sermaye birikimi ve toplam faktör verimliliğinin artması gibi faktörlerin teşvik ettiği yüksek büyüme, dış dengesizliklerin sürdürülebilirliğinin belirlenmesinde önemli bir rol oynayabilmektedir.

**Tablo 3. Kırılgan Beşli Ülkelerin Büyüme Oranları**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Brezilya</b>	5,7	3,2	4	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,5	0,3
<b>Endonezya</b>	5	5,7	5,5	6,3	6	4,6	6,2	6,5	6,2	5,3	5,1
<b>Hindistan</b>	7,6	9	9,5	10	6,9	5,9	10,1	6,8	3,2	3,8	5,6
<b>Güney Afrika</b>	4,6	5,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	3,1	3,5	2,5	2	1,3
<b>Türkiye</b>	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,7	9,2	8,5	2,2	3,8	3

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

Dışa açıklık: Dışa açıklık oranı İhracat/GSYİH şeklinde tanımlanabilir. İhracat/GSYİH oranı, ülkelerin dışa açıklık derecesini yansıtan bu oran aynı zamanda bir ülkenin dış borçlarını ödeme gücünü de gösterir (Roubini ve Watchel, 1998: 7). Dış ticaretin mal bileşimi, kırılganlığın önemli bir göstergesi olup mal fiyatlarının dalgalanması dar

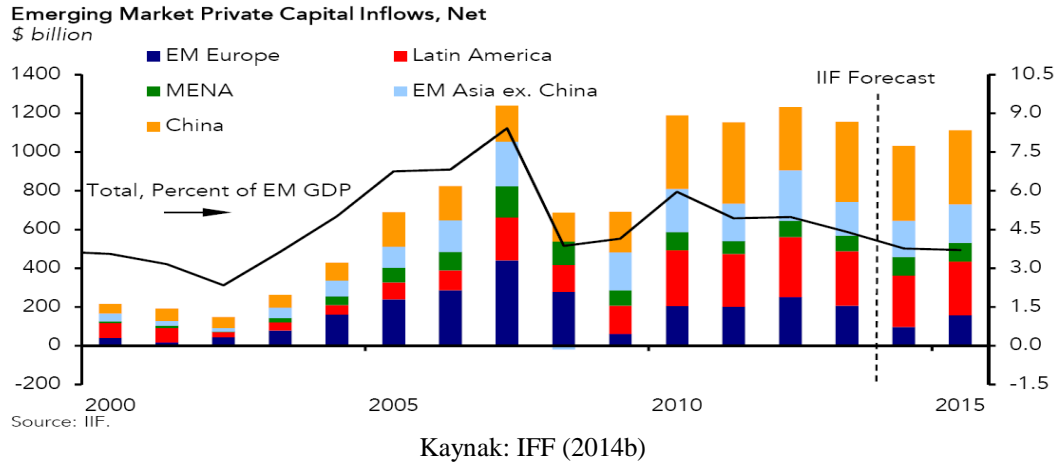
ihracat tabanlı ülkeler için dış ticaret hadlerinde daha büyük bir etki yaratmaktadır. Dış ticaret hadlerinin dalgalanması ise ekonominin cari işlemler açığını sürdürebilme gücünü zayıflatabilmektedir (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996b: 11).

Dış yükümlülükler: Gerek özel sektör gerekse kamu sektörünün dış yükümlülükler hacmi ve türü cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini belirler. Cari işlemler açığının yüksek ve kısa vadeli dış borçlanmalarla finanse edilmesi durumunda vadeli dış yükümlülüklerin artması sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkiler.

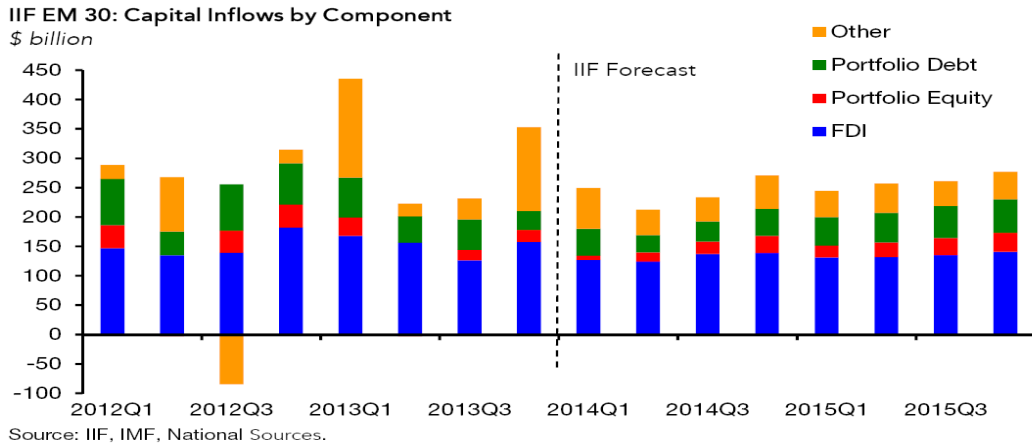
Cari işlemler hesabının yapısı: Cari denge dış ticaret dengesi ile net faktör gelirlerinin toplamıdır. Dolayısıyla cari açık burada dış ticaret açıkları veya net faktör gelirlerinin düşük olmasıyla ortaya çıkmaktadır. Eğer dış ticaret açığı büyük ise o zaman düşük faktör gelirlerinden daha tehlikeli olmaktadır. Çünkü yüksek ve sürekli verilen dış ticaret açığı ülke içindeki rekabeti olumsuz yönde etkileyecektir. Bu da ihracatta düşümlere neden olabilecek ve düşük ihracat nedeniyle azalan döviz gelirleri ile dış borç servisi sürdürülemeyecektir. Bu da cari açığın sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmaktadır.

Sermaye girişlerinin yapısı ve hacmi: Ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin yapısı ve hacmi cari işlemler açığının sürdürülebilirliği açısından önemli bir yere sahiptir. Sermaye girişleriyle finansmanı sağlanan cari açıkta, gerekli olan sermaye girişlerinin bileşimi sürdürülebilirliğinin önemli bir belirleyicisidir. Çünkü cari açığın finansmanı dışarıdan gelen sermaye ile karşılanmaktadır. Yabancı sermaye girişlerinin miktarı büyük ise, cari açığa göre büyük miktarlarda sermaye hesabında fazla veriliyor ise, bu durum kısa dönemde açığa pozitif katkı sağlamasına karşın, zamanla ulusal paranın değerlenmesini neden olarak dış rekabet gücü açısından negatif sonuçlar yaratabilmektedir. Daha bir açık ifade ile döviz kurundaki aşırı değerlenme ile ihracat gerileyecek ve ithalatın ihracatı karşılama oranı düşerek açık daha da büyüyecektir.

**Şekil 1. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Girişleri**



**Şekil 2. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Girişlerinin Bileşenleri**



Şekil 1 ve 2’den de görüleceği üzere, yükselen piyasa ekonomilerine 2005 yılından itibaren yükselen piyasa ekonomilerine net sermaye girişlerinde ciddi artışlar yaşanmıştır. Bunun arkasında FED’in izlediği parasal genişlemeye dayalı politikalar ve yükselen piyasa ekonomilerindeki olumlu iç iktisadi görünüm vardır. Ancak 2008 yılında başlayan küresel kriz ile birlikte net sermaye girişlerinde azalmalar gözlenmiştir. 2010 yılında ise özellikle Çin ve Latin Amerika ülkelerinde net sermaye girişlerinde belirgin bir şekilde artış eğilimi ortaya çıkmıştır. Buna karşın 2013 yılı ortalarında FED’in parasal genişlemeyi azaltmaya başlaması ile birlikte bu artış eğilimi yerini, zayıflamaya bırakmıştır. Bu durumun, yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye girişlerinin bileşenlerine bakıldığında 2013 yılının ortalarında portfolyo yatırımlarında hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kaynaklarda önemli bir düşüş şeklinde, ortaya çıktığı anlaşılmaktadır (IFF, 2014b).

Finansal yapı: Finansal piyasa verilerine bağılı olarak yerli ve yabancı yatırımcıların piyasanın geleceğı hakkındaki beklentileri de dış dengesizliklerin sürdürülebilirliğinin göstergesi olabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemindeki kırılmalıklar sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal piyasalarını serbestleştirmiş birçok gelişmekte olan ülkede yerel bankacılık sistemi artan sermaye hareketleri karşısında yetersiz kalmaktadır. Cari işlemler açığının finansmanı için yurt dışından sermaye ithali ve özellikle doğrudan yabancı yatırımlar büyük bir önem taşır. Bu iki unsurun gerçekleşmesi için öncelikli olarak güçlü bir finansal sistemin varlığı gerekmektedir. Çünkü yatırımcıların ülkeye gelebilmesi için öncelikle paralarını ödünç verecekleri bankalara güvenmelidir. Böyle bir sistemin zayıflığı veya kırılmalığı, sermayeyi ülkeye çekmesi ve cari açığın finansmanını sağlaması açısından olumsuz yönde etkileyecektir. Bu nedenle zayıf finansal yapılı bankalar, bir ülkeyi dış şoklara ve ödemeler dengesi krizlerine karşı daha kırılmal hale getirmektedir. Bundan dolayı güçlü bir finansal yapının sağlanması cari açığın sürdürülebilirliği için kolaylaştırıcı bir etkidir.

#### **b) Makroekonomik Politikalar**

Bu özellik içerisinde ise döviz kuru politikası ve döviz kuru esnekliği derecesi ile kamu bilançosu yer almaktadır. Dış şoklara karşı döviz kuru esnekliğinin derecesi bir ekonominin cari işlem açıklarını sürdürebilme yeteneğini etkiler. Sabit ya da esnek döviz kuru sistemlerinde döviz kurunun krizlere neden olabilecek spekülalif saldırılara maruz kalma olasılığı yüksektir. Yüksek hacimli sermaye girişleri ile ülke içinde artan döviz miktarı dövizin fiyatını düşürerek, yerli para biriminin aşırı değerlenmesine neden olur. Bu da ülkenin diğer ülkelerle rekabetini olumsuz etkileyecektir.

Reel döviz kurundaki artış dış rekabet kaybına yol açmakta, dış ticaret dengesi kötüleşmekte bu da cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini etkileyebilmektedir. Döviz kurundaki artış ithal edilen malların tüketiminin artmasına ve cari hesabın kötüleşmesiyle sonuçlanan yatırım amaçlı sermaye malları ithalatının artmasına neden olabilmektedir (Roubini ve Watchel, 1998: 8-9). Ayrıca ihracat sektörünün zayıflaması da ülkenin dış açıklarını sürdürme yeteneğini zayıflatacaktır. Cari işlemler açığının sürdürülebilirliği dış borcun ağırlığına paralel olarak etkilenecektir. Ülkenin dış borç yükünün fazla olması cari hesap dengesizliğinin finanse edilmesini daha güç kılmaktadır. Yüksek oranlı bir borcun finansmanı hem ihracat gelirlerini eritir hem de

büyüme için gerekli yatırım mallarının ithalatını engeller. Yüksek döviz rezervleri ve düşük dış borç yükü cari açığın sürdürülemez riskini azaltarak ülkenin düşük maliyetle cari açığını finanse etmesini mümkün kılmaktadır. Ülkenin borcuna ödediği yabancı para cinsinden reel faiz oranı ise piyasanın ülkenin risk primini değerlendirmesinin veya cari açığın sürdürülebilirlik gücünün bir göstergesidir.

### **c) Politik İstikrar**

Finansal yapının güçlülüğüne benzer olarak politik istikrar ve ekonomide ileri görüş yeteneğinin olması cari açığın finansmanı için yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek için etkili olacaktır. Makroekonomik yapıdaki istikrarsızlık, örneğin döviz kuru rejimindeki ani değişiklik, siyasi yapıdaki istikrarsızlık veya yaklaşan seçim öncesi verilen büyük bütçe açıkları, cari açığı olması gerekenden daha büyük boyutlara ulaştırır. Sermaye girişinin daralması ile birlikte açığın finansmanı güçleşecek böylece açığın sürdürülebilirliği zorlaşacaktır. Bu nedenle ülke ekonomisinde makroekonomik yapının sağlam olmasının yanı sıra politik istikrarında sağlanması ve belirsizliklerin giderilip beklentilerin karşılanması önemlidir.

### **d) Ekonomik Belirsizlik**

Politik belirsizlik ve uygulanmakta olan politikaların kredibilitesi makroekonomik politika kararlarını ve sermaye akımlarını etkileyerek cari açıkların sürdürülebilirliğini etkiler. Makroekonomik politikaları zayıf bir iktidar veya rejimdeki bir değişme tehlikesi, uluslararası finansal kesimin cari açığın finansmanını sağlama isteğini azaltabilmektedir. Bu politika ve finansal çevre ile iktisadi değişkenlere ilişkin beklentilerin kötüleşmesi, ödemeler dengesi ve döviz kuru krizlerine zemin yaratabilmektedir. Bu da beraberinde cari açıkları getirebilmektedir (Roubini ve Watchel, 1998: 9-10).

## **3.2.Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği**

Ekonomide karar verici birimlerin birçok değişkenin gelecekte izleyeceği yol konusunda bir fikir sahibi olması, alacakları kararların daha sağlıklı olmasını ve söz konusu değişkenlerin sürdürülebilirliğini gündeme getirmektedir. Mevcut makroekonomik koşulların devam ettiği ve makroekonomik politikada bir değişikliğin olmadığı durum şeklinde tanımlanabilen sürdürülebilirlikte, cari işlemler açığının kaynağına bağlı olarak iyi veya kötü, sürdürülebilir veya sürdürülemez olup olmadığı

ifade edilebilmektedir (Genberg ve Swobodo, 1989: 16). Bu bağlamda, cari işlemler açığının mevcut olduğu gelişmekte olan ülkelerde bu açığın kaynağından çok, finansmanı önem kazanmaktadır. Şöyle ki; birçok gelişmekte olan ülkede cari işlemler açığı kısa vadeli sermaye girişleri yoluyla finanse edildiği için ülkedeki konjonktür hareketleri açık üzerinde önemli rol oynar, dolayısıyla da cari işlemler açığı, önemli bir istikrar/istikrarsızlık göstergesi olabilir. Dolayısıyla, söz konusu ülkeler, açığın giderilmesinden çok sürdürülebilirliği üzerinde durmaktadırlar.

Geliştirilen kriz uyarı modellerinde, cari denge/milli gelir göstergesinin krizlerde önemli bir belirleyici etken olmadığı vurgulanır. Ancak birçok ülkede çıkan krizlerde tehlikeli boyutlarda artış gösteren cari açıkların payı olsa da, hangi seviyeden sonra tehlikenin arttığına dair ortak bir görüş bulunmamaktadır. Sürdürülebilirlik analizlerinde çeşitli “cari açık/GSYİH” oranları savunula gelmiştir. Örneğin Dornbusch, sürdürülebilirlik için %4 oranı bir eşik değer olarak hesaplamışken (Uygur, 2001), Freund (2005) sanayileşmiş ülkelerin geçirmiş olduğu cari denge deneyimlerini incelediği çalışmasında aynı oranı %5 olarak hesaplamıştır. Öte yandan, ABD eski Merkez Bankası Başkanı, Alan Greenspan (2004) ABD’nin yüksek cari açıklarıyla ilgili olarak yaptığı bir konuşmada cari açıkların veya onun sonucunda artan dış yükümlülüklerin büyüklüklerini değerlendirecek kabul edilmiş bir ölçünün var olmadığını söylemektedir.

Bazı ülkelerde daha düşük cari açık/milli gelir oranlarında müdahaleye gerek duyulduğu gibi, bazılarında hiçbir müdahaleye gerek duymadan veya krize girmeden yüksek cari açıklar uzun süre sürdürülebilmektedir. Örneğin, eski Sovyetler Birliğinden ayrılan Ermenistan, Azerbaycan ve Türkmenistan gibi ülkeler 1997 yılında GSYİH’ye oranla %15’ten fazla açık vermesine rağmen krize girmiyor iken (McGettigan, 2000) Meksika ve Tayland %7 oranında krize girmiş, diğer Doğu Asya ülkelerinde çok daha düşük oranlarda kriz patlak vermiştir.

### **3.2.1.Cari İşlemler Hesabı Neden Önemli?**

Bir ülkede yerleşik olanlar ile dünyanın geri kalanı arasındaki bütün ekonomik işlemlerin projeksiyonu niteliğinde olan ödemeler bilançosu, politika yapıcının uygulamış olduğu dış ticaret, para ve maliye politikalarının her birinin sonuçları ve

ülkenin uluslararası iktisadi pozisyonu konusunda iktisadi karar birimlerine bilgi sunan önemli makroekonomik göstergelerden biri konumundadır.

Ödemeler bilançosu ana hesap gruplarından biri olan cari işlemler dengesi esasen ekonominin reel kesiminin mal ticareti ve üretici faktörlerinin döviz gelir ve giderlerinin dengesini vermektedir. Kamuoyunda daha çok kullanılmakta olan dış ticaret açığı kavramından daha geniş bir tanımlama içeren cari işlemler dengesi, bir ülkenin döviz açığının belirlenmesinde de önemli bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.

Cari işlemler hesabı alt kalemleri içerisinde yer alan mal ve hizmetler dengesi GSMH'nin önemli bileşenlerindendir ve doğrudan üretim ve istihdama katkıda bulunur. Bu dengedeki bozulma özel yatırım ve devlet harcamalarında da aynı miktarda bozulmaya neden olur. Bu durum üretim ve istihdamda ciddi bir düşüşe neden olur. Bu bağlamda cari açıkların ülkeler için makroekonomik denge açısından önemli bir değişken olduğunu söyleyebiliriz.

Global cari işlemler hesabı dengesizlikleri küresel finansal istikrarı tehdit etmesi nedeniyle, son yıllarda politikacıların, ekonomistlerin ve kamuoyunun en çok tartıştığı konuların başında gelmektedir. Özellikle 1980'li yıllardan sonra dünya ekonomisinde mal ve hizmet ticaretine yönelik serbestleşmeye ilave olarak başlayan finansal serbestleşme olgusu her geçen gün hızlı bir ilerleme kaydetmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında görülen bu entegrasyon, ülkeleri birbirine daha bağlı hale getirmiştir. Bu ise, bir ülkede meydana gelen bir ekonomik istikrarsızlığın pek çok ülkeyi etkisi altına almasına neden olmaktadır. Bu nedenle bir ülkede ortaya çıkan cari işlemler açığı sorununun çözümü de diğer ülkelerin yaşadığı istikrarsızlıkların ve uyguladıkları politikaların hesaba katılmasını gerektirmektedir (Obstfeld, 2012: 2-4).

Cari açık problemi yeni bir sorun olmamasına rağmen, 1980'li yılların başında özellikle gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı ve çözüm için politika üretmeye çalıştığı sorunlu alanlardan biridir. Günümüzde ise cari açık problemi sadece gelişmekte olan ülkelerin değil, gelişmiş ülkelerin de temel sorunlarından biri haline gelmiştir. 2008 yılında ABD'de başlayan ve dünya ekonomisini etkisi altına alan küresel kriz süreci, pek çok ekonomik değişkenin olduğu gibi cari işlemler açığı değişkeninin de iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Bir yandan tasarruf–yatırım oranı, mali denge ve ekonomik büyümenin itici gücünü oluşturan özel tasarruflarla ilgili



olan cari hesap, diğer taraftan ulusal piyasaların uluslararası piyasalarla yaptığı mal ve hizmet ticaretini diğer bir ifade ile ihracat ithalat farkını da ortaya koymaktadır.

Mal ve hizmet ticareti ile yatırım gelir–giderlerini kapsayan cari hesabın en önemli özelliklerinden birisi de henüz karşılaşılmamış krizlere ilişkin öncü sinyaller sunabilmesidir (Edson, 2003: 11, Zanghieri, 2004: 7). Bir ülkedeki cari işlemler açığının büyüklüğü, ileride meydana gelebilecek bir döviz kuru krizinin öncü göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle cari işlemler, üzerinde dikkatle durulması ve sebepleri iyi tespit edilmesi gereken bir parametredir (Peker ve Hotunluoğlu, 2009: 222).

Cari işlemler dengesinin sağlanması, ülkeler için önemli ve üzerinde durulması gereken konulardan biri olarak önemini korumaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin cari dengelerinde meydana gelen büyük bozulmalar neticesinde finansal krizler yaşamaları cari açıkların ekonomiler için “ne denli büyük oldukları” sorusunu gündeme getirmiştir. Cari işlemler açıkları için belirleyici olan, bu açıkların ülke ekonomileri için hangi noktalardan sonra tehlike arz ettiğidir ki bu cari açıkların sürdürülebilirliğini ortaya çıkarmıştır.

1980’lerin başında birçok gelişmekte olan ülkenin dış borç problemi yaşaması, gelişmiş ülkelerin büyük ve sürekli cari işlemler açığı vermesi dış dengesizliklerin sürdürülebilirliği tartışmalarına neden olmuştur. Kriz göstergeleri ve cari açıkların ödemeler dengesi krizlerindeki rolü konusunda 1990’ların ikinci yarısında önemli çalışmalar yapılmıştır (Frenkel ve Rose, 1996: 534, Kaminsky vd., 1997: 6, Kaminsky ve Reinhart, 1999: 486). Ödemeler dengesi krizi, dar anlamıyla, milli paranın değerinin sert bir biçimde düşürülmesi (yüksek devalüasyon) olarak tanımlanır (Frankel ve Rose 1996: 534). Öte yandan, merkez bankasının kurun spekülative hareketine müdahale ederek devalüasyonu engellemesi, kriz olduğu gerçeğini ortadan kaldırmaz. Merkez bankasının müdahalesiyle sonuçlanan böyle durumlarda, her ne kadar devalüasyon gerçekleşmemiş olsa bile, faiz oranlarının artması ve merkez bankası rezervlerinin erimesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla kriz tanımı, yüksek devalüasyona ek olarak yurt içi faiz oranlarının aşırı yükselmesi ve rezervlerin yüksek miktarda ve ani olarak düşmesini de içerecek şekilde genişletilmiştir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 486).

Cari işlemler dengesi, bir ülkenin belirli bir dönemde diğer yabancı ülkelerle olan net yükümlülüklerinin değerindeki değişme olarak açıklanırsa; ticaret ve

transferlerden kaynaklanan nakit akışının ve uluslararası finansman ihtiyacının da bir sonucu olduğu belirtilmiş olur. Bu denge pozitif bir sonuç veriyorsa bir bütün olarak ekonomi borç verebilir durumda demektir. Eğer cari işlemler dengesi açık veriyorsa ekonominin borç almak zorunda olduğu söylenebilir (Ertürk, 1999: 249).

Pek çok ülkede yaşanmakta olan cari hesap dengesizlikleri ve buna bağlı olarak ortaya çıkan sermaye gereksinimlerinin etkileri uluslararası makroekonominin temel konularından biri olmuştur (Edwards, 2004: 1). Gelişmekte olan ülkelerde, kalkınma ve gelişme için ihtiyaç duyulan teknoloji, ara malı ve yatırım mallarının ithal edilmesinin gerekmesi, yine bu ülkelerde tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle kaynak ihtiyacına gerek duyulması bu ülkeler için cari açığın “kronik” olmasına neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki artış, faiz ödemeleri aracılığıyla kaynakların yurt dışına aktarılmasına ve ülkenin harcanabilir gelirinin azalmasına neden olmaktadır. Ülkeye gelen yabancı sermaye ile birlikte ülke parası değerlendirirken, yurt dışından aldığı dövizin yurt içi varlıklara yatıran bankaları açık hesaplar nedeniyle kur riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Sonuçta, uzun süreli ve büyük oranlı cari açıklar devalüasyon veya sıkı makroekonomik politikalar gerektiren dengesizliklere yol açmaktadır (Baharumshah vd., 2003: 466).

### **3.3.Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilirliği için Teorik Literatür**

Cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği hakkında çok geniş bir literatür mevcuttur. Bunlar arasında sadece ekonometrik yöntemlere dayanarak yapılan analizler olduğu gibi, sürdürülebilirlik göstergesi olarak kabul edilen bazı değişkenlerin incelenmesi suretiyle yapılan analizler de mevcuttur.

Sürdürülebilirlik analizi, ekonometrik yöntemlerin yanı sıra ekonometrik olmayan yöntemlerle de incelenmiştir. Mann (2002), Hakkio (1991), Watchel (1998) ile McGettigan’ın (2000) çalışmaları buna örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca, akademik çevrelerin yanı sıra finans çevrelerinde cari açık sürdürülebilirliği sık sık inceleme konusu olmuştur. Goldman – Sachs’ın tüm gelişmekte olan ülkeler için yaptığı sürdürülebilirlik analizi ile Deutsche Bank’ın 2000 yılında Latin Amerika ülkeleriyle ilgili çalışması, bunlardan en belli başlı olanlarıdır.

Ülke deneyimleri ve yaşanan krizler cari işlemler dengesinde verilen büyük açıkların ekonomi için endişe verici boyutlara ulaşabileceğini göstermiştir. Büyük cari

açıklardan kasıt daha öncede ifade edilen çeşitli çalışmalardan elde edilmiş olan cari açık eşik değeridir (GSYİH'nin %4 – 5'i) ve bu açıkların dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Çünkü bu açıkların kriz yaratan aşırı açıklar olduğu bilinmektedir.

Bununla birlikte bu eşik değeri aşan cari açığın ani daralma hareketi sonucu kur krizlerini ve dolayısıyla devalüasyona neden olabileceği ifade edilmiştir (Freund, 2005: 3). Ayrıca cari açık veren ülkenin net uluslararası yatırım pozisyonu GSYİH'ye oranı negatif olarak %30'dan %60'lara gerilemesi durumunda sürdürülebilir eşik değerinin GSYİH'ye oranının %3,6 olması gerektiği teorik çalışmaların ulaştığı sonuçlarda belirtilmektedir (Edwards, 2006: 635).

Cari işlemler dengesinin belirleyicileri için yapılan çalışmalarda ilk olarak Sachs (1981), petrol fiyatları ile yatırım talebinin cari dengeye olan etkisini incelemiş ve yatırım talebinin petrol fiyatlarından daha fazla bir biçimde cari denge üzerinde etkili olduğunu ifade etmiştir.

Calderon vd. (2001), Afrika'daki cari işlemler açıklarını incelemişlerdir. Ulaşılan sonuçlara göre özellikle Sahra'nın güneyindeki Afrika ülkeleri gelişmekte olan diğer ülkelere göre cari açıklarla ilgili olarak birkaç farklı özelliğe sahiptir. 1975–1995 döneminde Güney Afrika'daki ülkeler dünyanın en yüksek cari açıklarına sahip ülkeleridir. Bununla birlikte bu bölgenin büyüme oranı tam bir hayal kırıklığı niteliğindedir ve dış yardım bağımlılığı oldukça yüksektir. Özel kesim ve kamu kesimi tasarrufları düşük düzeydedir, ihracattaki yoğunlaşma halen hammadde niteliğindeki ürünlerdedir ve karaborsa oldukça yaygındır. Tüm bu özellikler Afrika'daki cari işlemler dengesi belirleyicilerinin sadece miktar olarak değil, kendine has özellikleriyle de farklı olmasına neden olmaktadır.

Calderon vd. (2002), 1966–1994 dönemi verileriyle 44 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada, cari işlemler açığının dinamikleri araştırılmıştır. Ampirik sonuçlara göre, ulusal üretimde meydana gelen artışın cari açığı artırdığı ve aşırı değerli reel döviz kurunun daha yüksek cari işlemler açığıyla ilişkili olduğu bulgusu elde edilmiştir. Benzer sonuçları Freund ve Warnock'un (2005), yüksek gelirli OECD ülkeleri için yaptığı çalışmada da bulmak mümkündür. 1980–2003 dönemi verileri kullanılarak yapılan çalışmada cari açıkla ekonomik büyümenin birlikte hareket ettiği ve kısa dönemli yüksek dış borç durumunda cari açığın büyümeyi ve döviz kurunu etkilediği ortaya çıkmıştır.

Cari işlemler dengesine yönelik önemli bir teorik çalışma da Milesi—Ferretti ve Razin' in (1996a) çalışmasıdır. Bu çalışmaya göre cari açığın sürdürülebilirliği ülkenin dış yükümlülüklerini ödeyebilme gücü ile ilişkilendirmiştir. Söz konusu çalışmaya göre ülkenin gelecekte elde edeceği beklenen geliri (dış ticaret fazlaları), ülkenin dış borcunun şimdiki değerine eşit ise söz konusu ülkenin dış yükümlüklerini yerine getirebilme yani dış borcunu ödeyebilme gücü vardır. Ayrıca uygulanmakta olan ekonomik politika ülkenin ödeme gücünü azaltmıyorsa o zaman ülkenin cari açığı sürdürülebilirdir. Aşağıdaki denklemde ödeme gücünü koruyan bir ülkenin, cari dengesinin matematiksel tanımı verilmiştir.

$$CA_t = (Y_t - Y_t^p) - (C_t - C_t^p) - (I_t - I_t^p) - (G_t - G_t^p) \quad (3.1)$$

Yukarıdaki eşitlikte CA cari dengeyi, Y geliri, C tüketimi, I yatırımı ve G ise kamu harcamalarını ifade etmektedir. Ayrıca p indisi ile gösterilenler, söz konusu değişkenlerin sürekli değerlerini göstermektedir. Bir örnek vermek gerekirse cari gelirin geçmiş ortalama gelirden fazla olması durumunda mesela ekonomik büyümenin varlığı durumunda cari işlemler dengesinde fazla verilecektir. Yine tüketimin, yatırımın ve kamu harcamalarının ortalama değerlerinde sapması cari dengede açık meydana getirecektir.

Milesi—Ferretti ve Razin'in (1996a) dış yükümlülükleri ödeme gücüne göre cari açığın sürdürülebilirliği kriterine eleştiri yine kendi içinden iki yönlü gelmektedir. Birinci kriter, ülkelerin dış ticaret fazlası yarattıkları anda borçlarını mutlaka ödeyecekleri varsayımına dayanmaktadır. Fakat Milesi—Ferretti ve Razin ülkelerin dış borçlarını ödeme isteklerine de yer vermektedir. Buna göre ülkeler yarattığı fazlayı dış borç ödemesinde kullanmak istemeyebilirler. Böylelikle borç veren verdiği borcun geri dönmemesi riskiyle karşılaşırsa kredi akışını kesebilir. Bunun sonucunda hükümet izlediği ekonomik politikadan vazgeçebilir ve sert tedbirler alabilir. Bu da cari işlemler açığının sürdürülemez olduğunu göstermektedir. Bundan ötürü bu kriter tek başına yeterli değildir. Kriteria yönelik ikinci eleştiri ise ülkeye borç verenin, borç verme isteği de bu kriterde göz ardı edilmektedir. Daha açık bir ifade ile ülkenin karşılaşacağı bir kriz durumunda ülkenin bu krizi kaldıramayacak olduğu yatırımcılar tarafından algılanırsa borç veren yeni bir borç vermek istemeyecektir. Hatta mevcut yatırımlarını da satmak isteyecektir. Bu nedenle ülkenin sahip olduğu rezervlerin herhangi bir dışsal şok karşısında en azından kısa dönemde borçları karşılayabilecek bir konumda olması yabancı yatırımcılar tarafından kabul edilmelidir (Babaoğlu, 2005: 18).

Reisen (1998), Milesi—Ferretti ve Razin’in çalışmasını geliştirerek uzun dönem için sürdürülebilir cari işlemler açığını tanımlayan eşitlik türetmiştir. Bu çalışmada uzun dönemde büyümeden dolayı artan ithalatı karşılayabilmek ve ödemeler dengesindeki değişiklerle başa çıkabilmek için ülkenin rezerv biriktirme gereksinimi de analize dâhil etmiştir. Elde edilen eşitlikte dış borcun milli hâsılaya oranının sabit kalacağı ve istenen rezerv düzeyinin ithalatın büyüme oranına eşit şekilde artacağı biçiminde uzun dönemde sürdürülebilir bir cari işlemler tanımlamaktadır (Tiryaki, 2002: 9).

Edwards (2001), portföy teorisini kullanarak cari işlemler sürdürülebilirliği için yeni bir eşitliğe ulaşmıştır. 120 ülkeli örnekleme dayanarak yabancıların ülkenin yükümlülüklerine olan talebini kullanarak elde ettiği sürdürülebilir cari işlemler oranı ülkeler arasında değişebilir nitelikte olduğunu göstermiştir. Buna göre yabancıların portföy kararlarını ve ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenler cari işlemler oranını belirlemektedir (Tiryaki, 2002: 11). Bununla birlikte cari açık daralmalarının düşük ekonomik büyümelere neden olduğunu ayrıca cari açığın büyümesi ile birlikte kur krizi riskinin arttığı sonucuna ulaşmıştır (Freund, 2005: 1282).

Edwards (2004, 2005) diğer çalışmalarında cari açıklarda meydana gelen büyük ve ani daralmaların ülkelerin yatırımlarında ve GSYİH’de artış durumunda düşüşler meydana getirdiği ve bununla birlikte daralmanın aşamalı ve sistemli bir şekilde yaşanması durumunda bunun ekonomiyi anlamlı bir şekilde etkilemeyeceğini göstermiştir. Son olarak Edwards (2006) büyük cari açık veren ülkelerin dış ticaretindeki kötüleşme ve genişletici para politikaları nedeniyle ani ve büyük cari açık daralmaları yaşadıklarını ortaya koymuştur. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerin ekonomileri için ve esnek döviz kur sistemini uygulayan ekonomiler için bu olasılığın yani dış ticaretteki kötüleşme ile beraber genişletici para politikalarının cari açıktaki daralma ile olan ilişkisinin zayıf olduğunu belirtmiştir.

### **3.4.Uygulamalı Çalışmalar için Literatür Taraması**

Özellikle son yıllarda literatürde cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile ilgili çok sayıda araştırmacı tarafından yapılan ampirik çalışmalarda farklı yöntemler kullanılarak cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği incelenmiş ve değişik bulgulara ulaşılmıştır. Ancak cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği ile ilgili yapılan çalışmalarda bir görüş birliğine varılamamış olması, açıkların sürdürülebilirliğinin tartışmalı olduğunu göstermektedir. Bu durum ihracat ve ithalat serileri arasındaki uzun dönemli

ilişki incelenirken ülkede yaşanan krizlerin neden olduğu yapısal değişmelerin dikkate alınmamasından kaynaklanabilmektedir.

Cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği ile ilgili ampirik literatür iki yönde gelişme göstermiştir. Birincisi, cari işlemler dengesine, dönemlerarası bütçe kısıtının geçerliliği çerçevesinde bakan testler geliştirilmiştir. İkincisi, cari işlemler dengesine dönemlerarası bütçe kısıtı yaklaşımının dolaysız bir uzantısı olan ve cari işlemler dengesi verilerinin doğrudan kullanımını gerektiren testler ortaya atılmıştır.

Cari açıkların uzun dönemde sürdürülebilirliği üzerine yapılan çalışmaları ekonometrik ve sayısal verilere dayalı çalışmalar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Milesi–Ferreti ve Razin (1996b, 1996c, 1998), Roubini ve Watchtel (1998), Anorou ve Ramchander (1998), Edwards’ın (2004) çalışmaları sayısal veriler ile teorik modele dayalı çalışmalara örnektir. Ekonometrik çalışmalar; ABD ekonomisinde ihracat ve ithalat arasındaki uzun dönemli ilişkiyi inceleyen Hakkio ve Rush’ın (1991) makalesiyle başlar. Husted (1992) tarafından da ekonometrik olarak test edilebilir hale getirilmiştir.

Cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği genellikle durağanlık testleri ile sınanmaktadır. Bu anlamda cari işlemler dengesinin durağan olması, dış borçların sürdürülebilir olduğunu ima etmektedir ve ekonomide dönemlerarası bütçe kısıtının geçerliliği lehinde bir kanıt sunmaktadır (Chen, 2011a: 1457, Chen, 2011b: 193). Sürdürülebilir cari işlemler dengesi, özel sektör davranışında ya da kamu sektörünün politika tercihlerinde kalıcı değişikliklere yol açmaksızın dönemlerarası bütçe kısıtının karşılanmasını sağlar. Örneğin, kamu harcamalarında keskin bir azalma ya da özel sektör yatırımlarında önemli bir düşüşe yol açmaz. Literatürde, artan cari işlemler dengesi açıklarının kısa dönem borç finansmanını zorlaştırdığı ve sermaye girişlerini caydırdığı yönünde yaygın bir kanı bulunmaktadır (Corsetti vd., 1999: 1223, Bordo vd., 2002: 64, Kim vd., 2009: 169). Trehan ve Walsh (1991), cari işlemler dengesinin durağan olmasının, dönemlerarası bütçe kısıtının karşılanması için yeterli bir koşul olduğunu göstermiştir. Trehan ve Walsh’ı (1991) dikkate alan birçok çalışmada, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği için geleneksel birim kök testleri kullanılmıştır. Ancak cari işlemler dengesinin birçok makroekonomik değişken gibi doğrusal olmayan bir davranışa sahip olması halinde, kullanılan zaman serilerinin doğrusal oldukları varsayımına dayanan geleneksel birim kök testleri hatalı sonuçlar üretebilmektedir (Kim

vd., 2009: 170). Cari işlemler dengesinin doğrusal durağan süreç olması, politika değişimleri ve piyasa faaliyetlerinin gerisinde, cari işlemler dengesi açıklarını ani bir değişikliğe zorlayacak herhangi bir eşiğin (kırılmanın) olmadığını göstermektedir. Öte yandan cari işlemler dengesinin doğrusal olmayan durağan süreç olması ise, uyum sürecinin hem cari işlem dengesizliklerinin işaretine hem de büyüklüğüne bağlı olduğunu göstermektedir (Milesi–Ferretti ve Razin, 1996a: 16, Freund, 2005: 1290). Bergsten (2002), cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranının %4 – %5 düzeylerine yaklaşması durumunda ülkelerin bir tehlike alanına (dangerzone) girdiklerini belirtmiştir. Bu durumda cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranının %4 sınırını aşması, sürdürülemezlik ve kriz tartışmalarının başlamasına neden olmaktadır. Ayrıca, Chen'e (2011a) göre, GSYİH büyüme oranı, cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranından büyük olduğu sürece, cari işlemler dengesi açıkları sürdürülebilir niteliktedir.

Cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği çok sayıda araştırmacı tarafından yapılan ampirik çalışmalarla farklı yöntemler kullanılarak incelenmiştir. Cari açığın sürdürülebilirliği ile ilgili ampirik çalışmalar Husted (1992) ile başlamış, onu Milesi–Ferretti ve Razin (1996a), Obstfeld ve Rogoff (1996), Fountas ve Wu (1999) ve Edwards (2001) izlemiştir. Bu çalışmalarda cari açığın sürdürülebilirliği, ihracat ve ithalat değişkenleri arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığı koşulu altında, uzun dönem denge katsayısının bire eşit veya yakın olmasıyla ölçülmüştür. Apergis vd. (2000) ve Baharumshah vd. (2003), çalışmasında ise cari açığın sürdürülebilirliği, cari dengeyi oluşturan gelir ve gider kalemleri arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığına bağlanmıştır.

Husted (1992), Fountas ve Wu (1999), ABD ekonomisi için cari işlem açıklarının sürdürülebilirliğini Engle–Granger eşbütünleşme yöntemiyle incelemiştir. Yazarlar, cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği ile ilgili olarak mal ve hizmet ihracatı ile mal ve hizmet ithalatına net tek taraflı transferler ve net faktör gelirlerini ekleyerek ihracat ve ithalat arasında uzun dönemli ilişkiyi araştırmışlardır. Bu çalışmada, Husted ihracat ve ithalat arasındaki uzun dönemli ilişkide ABD'de 100 milyar dolardan daha büyük bir cari açığın yapısal dönüşüme neden olacağını belirtmiştir.

Husted (1992), ABD'de cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini, ihracat ve ithalat serileri arasında eş bütünleşme ilişkisi olması koşuluyla, eş bütünleşme

katsayısının bire eşit olmasına bağlamıştır. ABD ekonomisi için yapılan inceleme döneminde cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmıştır. Daha sonra Quintos (1995), bu koşulu geliştirmiş ve cari açığın, eş bütünleşme katsayısı bire eşit olduğunda güçlü formda, sıfır ile bir arasında olduğunda ise zayıf formda sürdürülebilir olduğunu belirtmiştir.

Milesi–Ferretti ve Razin (1998), 86 düşük ve orta gelirli ülkenin 1971–1992 dönemindeki verilerini kullanarak makroekonomik politika değişkenlerinin (mali bilanço gibi), ekonominin yapısal özelliklerinin (dışa açıklığın derecesi gibi), finansal belirleyicilerin (dış yükümlülüklerin boyutu) ve dış değişkenlerin, kriz olmadan, dış dengesizlikleri sürdürebilmesiyle nasıl bir ilişki içerisinde olduğuna odaklanmışlardır. Sonuçlara göre hem cari işlemler bilançosu, dışa açıklık, rezervlerin düzeyi gibi iç değişkenler hem de ticaret hadleri şokları, ABD reel faiz oranları ve endüstrileşmiş ülkelerin büyüme oranları gibi dış değişkenler cari işlemler dengesizliklerinin neden olduğu krizlerde önemli rol oynamaktadır.

**Tablo 4. Cari Açığın Sürdürülebilirliğini Konu Alan Ampirik Çalışmalar**

<b>Çalışma</b>	<b>Dönem/Ülke</b>	<b>Metot</b>	<b>Bulgular</b>
Fountas ve Wu (1999)	1967-1994 ABD	Engle-Granger eş bütünleşme	Sürdürülemez
Apergis, Katrakilidis ve Tabakis (2000)	1960-1994 Yunanistan	Gregory-Hansen Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Adedeji (2001)	1960-1997 Nijerya	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Wu, Chen ve Lee (2001)	1973: 02-1998: 04 G-7 ülkeleri	Panel eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Arize (2002)	1973: 02-1998: 01 50 ülke	Johansen ve Engle-Granger eş bütünleşme	Sürdürülemez
Otto (2003)	1960-2000 Avustralya	VAR	Sürdürülemez
Hudson ve Stennett (2003)	1962-2002 Jamaika	Eş bütünleşme	Sürdürülemez
Rayboudi ve diğerleri (2004)	Arjantin 1992:1-2001:3 Brezilya 1995:1-2002:2 Japonya, İngiltere, ABD 1970:1-2002:4	Markow Switching	Sürdürülebilir
Christopoulos, Leon-Ledesma (2004)	1960-2004 ABD	ESTAR	Sürdürülebilir
Chortereas ve diğerleri (2004)	1970-2004 Latin Amerika ülkeleri	Eşik birim kök	Sürdürülebilir
Matsubayashi (2005)	1975: 01-1998: 02 ABD	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Babaoğlu (2005)	1987-2004 Türkiye	Johansen eş bütünleşme	Sürdürülemez
Kalyoncu (2005)	1987: 01-2002: 04 Türkiye	Johansen eş bütünleşme	Sürdürülebilir



Yücel ve Yanar (2005)	1964-2003 Türkiye	Engle-Granger eş bütünleşme	Sürdürülemez
Barışık ve Çetintaş (2006)	1987-2003 Türkiye	Yapısal kırılma	Sürdürülemez
Holmes (2006a)	1979-2001 Latin Amerika ülkeleri	Panel birim kök Eş bütünleşme	Brezilya ve Kolombiya hariç 14 ülkede sürdürülebilir
Yamak ve Korkmaz (2007)	2001: 04-2005: 09 Türkiye	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Ağaslan ve Akçoraoğlu (2007)	1992: 01-2006: 12 Türkiye	VAR	Sürdürülemez
Gülcan ve Önel (2008)	1992: 01-2007: 01 Türkiye	Eş bütünleşme	Sürdürülemez
Naqvi ve Marimune (2008)	1972: 01-2004: 04 Pakistan	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Perera ve Varma (2008)	1950-2006 Sri Lanka	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Peker (2009)	1992: 02-2007: 12 Türkiye	Johansen eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Kim ve diğerleri (2009)	1981-2003 Kore, Malezya, Filipinler, Tayland, Endonezya	ESTAR	Tayland hariç sürdürülebilir
Takeuchi (2010)	1961-2008 ABD	Markow-Switching Monte Carlo	Sürdürülebilir
Ümit (2011)	1992: 01-2010: 02 Türkiye	Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Holmes vd. (2011)	1950-2003 Hindistan	GLS, VEC Eş bütünleşme	Sürdürülebilir
Greenidge vd. (2011)	1960-2006 Barbados	Johansen eş bütünleşme	Sürdürülebilir

Fountas ve Wu (1999), ABD ekonomisinde cari açığın sürdürülebilirliğini, 1967–1994 dönemi verilerini kullanarak, Engle–Granger eş bütünleşme yöntemiyle incelemiş, ihracat ve ithalat serileri arasında eş bütünleşme ilişkisi çıkmadığı için, uzun dönemde cari açıkların sürdürülemez olduğunu belirtmiştir.

Apergis vd. (2000), Yunanistan’daki cari açığı 1960 – 1994 veri aralığını kullanarak ihracat ve ithalat arasındaki eş bütünleşmeyi araştırmıştır. Bu çalışmada ilk olarak yapısal kırılmayı dikkate almadan Johansen eş bütünleşme analizi yapılmış ve ihracat ile ithalat rakamları arasında eş bütünleşmenin varlığı tespit edilememiştir. Daha sonra yapısal kırılmayı dikkate alan Gregory – Hansen eş bütünleşme yöntemi kullanılmış ve 1960 – 1994 yıllarında Yunanistan’da meydana gelen cari açıkların sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Wu (2000), 1977:1–1997:4 dönemine ait bir veri seti ile zaman serisi analizine dayalı olarak; 10 OECD ekonomisinde (G7’ler + İspanya, Hollanda ve Avustralya) cari

işlemler dengesinin sürdürülebilir olup olmadığını incelemiştir. Wu (2000) çalışmasında, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile ilgili olarak; cari işlemler dengesinin durağan olması gerektiğinden hareket etmiştir. Yazar, Genişletilmiş Dickey–Fuller birim kök testi gibi geleneksel yöntemlerin, küçük örneklem durumunda ve bire yakın birim kökü yakalama konusunda zayıf kaldığını öne sürerek; Im – Peseran – Shin (1997) tarafından geliştirilen panel birim kök testine de başvurmuştur. ADF birim kök testi sonucunda elde edilen bulgular, İspanya dışındaki tüm ekonomilerde cari işlemler dengesinin durağan olmadığını göstermiştir. İspanya dışındaki 9 ekonomi ve G7 ekonomileri için ayrı ayrı panel birim kök testine de başvuran Wu (2000), her iki örnek grubunda da cari işlemler dengelerinin sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Wu vd. (2001), 1973:2–1998:4 dönemine ait üçer aylık verilerle panel veri yöntemini kullanarak ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya, Kanada ve Japonya ekonomilerinin cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini incelemiştir. Yazarlar cari açıkların sürdürülebilirliğini, mal ve hizmet ihracatı ile mal ve hizmet ithalatına net transfer ödemeleri ve net faiz ödemelerini ekleyerek ihracat ve ithalat arasında uzun dönemli ilişki olup olmadığını geleneksel eş bütünleşme ve panel eş bütünleşme yöntemini kullanarak test etmişlerdir. Geleneksel eş bütünleşme yöntemini kullanarak ulaştıkları sonuçlar uzun dönemde ihracat ve ithalat arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığı ve uzun dönemde cari işlem açıklarının sürdürülemediği şeklindedir. Ancak yazarlar, geleneksel eş bütünleşme yönteminde kullanılan Engle–Granger ve Johansen gibi eş bütünleşme testlerinin ihracat ve ithalat arasındaki yapısal değişimleri dikkate almadığını ileri sürerek panel eş bütünleşme yöntemine başvurmuşlardır. Panel eş bütünleşme testlerinin sonuçlarına göre, söz konusu ekonomilerde ihracat ve ithalat arasında uzun dönemli bir ilişki tespit etmişler ve cari açıkların sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Arize (2002), 50 ülkede cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olup olmadığını Johansen eş bütünleşme birim kök testi ve rejim kaydırma ile Gregory–Hansen eş bütünleşme testi kullanarak araştırmış ve birçok ülkede cari işlemler dengesinin sürdürülemez nitelikte olduğunu tespit etmiştir.

Baharumshah vd. (2003), 1961–1999 dönemine ait bir veri seti ile zaman serisi analizine dayalı olarak, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland ekonomilerinin cari

işlemler dengelerini, birim kök testleri ve rejim kaydırma ile Gregory–Hansen eş bütünleşme testini kullanarak 1997 Asya Krizi öncesinde ve sonrasında sürdürülebilir olup olmadığını incelemişlerdir. Yazarlar tarafından kullanılan yaklaşım, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ile ilgili olarak; mal ve hizmet ihracatı ile mal ve hizmet ithalatı, net faiz ödemeleri ve net tek yanlı transferler toplamından oluşan özel ithalat değeri arasında istikrarlı bir eş bütünleşme ilişkisi bulunmasını gerektirmektedir. Elde edilen ampirik bulgular, 1997 Asya Krizi öncesinde (1961–1997 dönemi) Malezya dışındaki ekonomilerin ihracat ve özel ithalat miktarları arasında istikrarlı bir eş bütünleşme ilişkisi bulunmadığını göstermektedir. Yazarlar, 1997 Asya Krizi öncesinde mevcut olan bu istikrarsızlığın gelmekte olan bir finansal krizin öncü göstergesi olduğunu ve 1997 öncesinde bu ekonomilerin ulusal paralarında gözlenen değerlenmenin önüne geçilmesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. Kriz sonrası dönemle (1961 – 1999 dönemi) ilgili olarak ise, Malezya (ve yapısal kırılmanın dikkate alınmaması durumunda Filipinler) dışındaki tüm ekonomilerin istikrarlı bir cari işlemler dengesine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Hoffmann (2003), cari açığın sürdürülebilirliği için oluşturulan dönemlerarası modellerin ihmal ettiği küresel şokların etkisini G7 ülkeleri için araştırmıştır. Veri seti 1960 ile 1991 yılları arasındaki rakamlardan oluşmaktadır. Çalışmada ekonometrik yöntem için Johansen metodolojisinden yararlanılmıştır. Ülkeler için küresel ve yurt içi şoklar ayırımına gidilmiş ve ülkelerin uzun dönem büyüme rakamlarının küresel faktörlerden etkilendikleri gözlemlenmiştir. Ayrıca yurt içi şokların G7 ülkelerinin ekonomileri için daha az sürekli ve etkisinin küresel şoklara göre daha küçük oynaklıklara neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Otto (2003), Avustralya'nın 1960 – 2000 yılları arasındaki cari açığının sürdürülebilirliği için ilk olarak Avustralya için optimal cari açığı VAR yaklaşımı ile hesaplamış ve gerçekleşen cari açık rakamları ile karşılaştırarak şimdiki değer modelinin geçerliliğini sınamıştır ve cari açığın sürdürülebilir olduğunu ifade etmiştir. Modelin gelecek dönem cari açığın tahmin edilmesinde de kullanılabileceğini ve cari açıklar ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi bu model ile ortaya koymuştur.

Ansari (2004), cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini sermaye hareketlerinin etkisine bağlamaktadır. Bu amaçla ABD'ye olan doğrudan sermaye yatırımlarının yurt içi tasarrufları ne yönde etkilediğini Johansen tekniğini kullanarak incelemiştir. Ayrıca

sermaye girişlerinin üretimdeki verimliliği ne yönde etkilediği araştırılmıştır. Modelde veri seti 1973 ile 1999 yılları arasındaki çeyrek yıllık verilerdir. Çalışmanın bulgularına göre doğrudan yatırımlar ile yurt içi tasarruflar arasında pozitif bir ilişkinin varlığı elde edilmiştir. Son olarak sermaye girişlerinin verimliliğe etkisi için istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

Chortareas vd. (2004), çalışmasında Latin Amerika ülkeleri için cari işlemler açıklarının sürdürülebilir bir yapıda olup olmadıklarını araştırmışlardır. Çalışmada dış dengesizliğin sürdürülebilir olma koşulunu dış borç ödeyebilme kapasitesine bağlamışlardır. Ayrıca ekonometrik yöntem olarak doğrusal olmayan zaman serileri için geliştirilmiş testlerden olan eşik birim kök testinden yararlanmışlardır. Çalışmanın veri seti 1970 ile 2004 yılları arasındaki çeyrek yıllık verilerden oluşmaktadır. Chortareas, Kapetanios ve Uctum, Latin Amerika ülkelerinin dış borçlarının sürdürülebilirliğini destekler yönde bulgulara ulaşmışlardır.

Raybaudi vd. (2004), cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği için dış borç ödeyebilme gücü kriterini kullanarak Arjantin, Brezilya, Japonya, İngiltere ve ABD için incelemişlerdir. Yazarlar, durağan bir dönemin durağan olmayan bir dönemden ayırt edilmesi için değiştirilmiş birim kök testi geliştirmişlerdir. Veriler Arjantin için 1992 ile 2001 yılları, Brezilya için 1995 ile 2002 yılları ve geriye kalan ülkeler için 1970 ile 2002 yılları arasındaki aylık verilerden oluşmaktadır. Ayrıca yazarlar, MS (Markow – Switching) birim kök testini kullanarak, dönemlerarası bütçe kısıtının sağlanması cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği açısından uzun dönemi gerekli kılrsa da, ülkelerde borç ödeme sorunu olduğu halde bile cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olabileceğini göstermiştir. Araştırmanın bulgularına göre Brezilya, Japonya ve İngiltere için cari açığın sürdürülebilirliği, dış borç ödeyebilme koşulunu karşılarken, Arjantin ve ABD için söz konusu koşulun zayıf biçimde olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Uygur (2004), çalışmasında dönemlerarası optimizasyon modelini analiz etmiştir. Çalışmasında, farklı senaryolar altında cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olması için gerekli ticaret fazlasını hesaplamıştır. Ayrıca, cari işlemler dengesi açıklarının Türkiye için önemli bir sorun olduğu sonucuna ulaşmış ve politika otoritesinin dikkatli olması gerektiğini vurgulamıştır.

Zanghieri (2004), çalışmasında dış borç ödeyebilme kriterine göre Avrupa Birliğine yeni katılmış ülkelerin cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini araştırmıştır. Sonuçlara göre güçlü büyüme rakamları ülkelerin dış borç ödeyebilme kapasitelerini güçlendirmektedir. Bu nedenle yeni üye ülkelerin cari açıkları sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmıştır. Cari açığın sürdürülebilirliğinde ayrıca sermaye girişlerinin önemli bir rolü olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca mali politikanın mantıklı bir şekilde şekillendirilmesi durumunda dış dengenin yönetilebilir seviyede olabileceğini ortaya koymuştur.

Babaoğlu (2005), Türkiye’de gerçekleşen cari açığın sürdürülebilirlik analizi için aşırılık kriterini dikkate alarak gerçekleşen cari açık ile optimal cari açık durumlarını karşılaştırdığı çalışmada, Johansen eş bütünleşme yöntemi ile Türkiye’nin geçmiş cari işlemler açıklarının sürdürülemez olduğunu gözlemlemiştir.

Dülger ve Özdemir (2005), SURADF panel birim kök testini ve oransal birim kök testlerini kullanarak G7 ülkelerinde cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini araştırmış ve bazı ülkelerde sürdürülebilirlik lehinde kanıtlar olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Freund (2005), en küçük kareler yöntemini kullandığı çalışmada gelişmiş ülkelerde cari işlemler dengesinin dinamik uyumlanması sürecini incelemiş ve cari işlemler dengesi açıklarının belli bir eşik değere ulaştıktan sonra sürdürülemez konuma gelip gelmeyeceğini araştırmıştır. Elde ettiği bulguya göre cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH’ye oranı %5 ve üzerinde olduğu zaman cari hesap tersine dönmeye başlamakta ve iktisadi dalgalanmalar yaratmaktadır. Ayrıca, cari hesaplarda meydana gelen bozulmanın önemli bir nedeni olarak ulusal para birimindeki değer kayıplarını göstermiştir.

Kalyoncu (2005), Husted modelini Türkiye’nin cari açığının sürdürülebilirliği için test etmiştir. Çalışmada Johansen eş bütünleşme testi 1987–2002 yılları arasındaki çeyreklik veriler için uygulamıştır. Bulgularına göre geçmiş dönem cari açıkların güçlü formda sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Matsubayashi (2005), 1975:1–1998:2 dönemine ait bir veri seti ile zaman serisi analizine dayalı olarak, ABD cari işlemler açığının sürdürülebilir olup olmadığını incelemiştir. Kullanılan modele göre cari işlemler açığının sürdürülebilirliği, özel

tasarruf — özel yatırım, bütçe dengesi kamu borcu ve nihayet net dış borç — net ulusal tasarruf değişkenleri arasında istikrarlı eş bütünleşme ilişkileri bulunmasına bağlıdır. Yazar, her eş bütünleşme denklemini dört farklı gecikme uzunluğu kullanarak tahmin etmiş ve ABD’de cari açıkların sürdürüleemeyeceğine ilişkin zayıf bir kanıt elde etmiştir. ABD’de cari açıkların sürdürülebilmesi için, kamu açıklarının mutlaka azaltılması, kamu ve özel tasarrufların da mutlaka artırılması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Yazara göre; yatırımcıların ABD ekonomisine olan ilgisi büyük dış açıklar, düşük büyüme hızları ve muhasebe skandalları yüzünden 1990’lara göre azalmıştır. Amerikalıların tasarruf oranlarında 1980’lerin ortalarından bu yana görülen gerileme ve hükümetin genişlemeci politikaları da, cari açığının çok dikkatle izlenmesini gerektirmektedir (Yamak ve Korkmaz, 2007: 18-19).

Yücel ve Yanar (2005), ihracat ve ithalat serileri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi temel alarak, 1964–2003 dönemine ait yıllık verilerle, Türkiye’deki cari açığın sürdürülemez olduğu sonucuna iki aşamalı Engle–Granger eş bütünleşme yöntemini kullanarak ulaşmışlardır. Çalışmanın ampirik bulgulara göre, ihracat ve ithalat serileri arasında uzun dönemli ilişki yoktur; diğer bir ifadeyle cari işlem açıkları sürdürülemez durumdadır.

Akdış vd. (2006), 1992:1–2005:12 dönemine ait aylık verilerle Husted (1992) tarafından geliştirilen dönemlerarası modeli kullanmıştır. Yazarlar, ihracat ve ithalat serileri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi eş bütünleşme regresyonu Durbin Watson (Cointegration Regression Durbin Watson) testi, kısa dönemli ilişkiyi ise hata düzeltme modeli (Error Correction Model) yardımıyla incelemişlerdir. Yazarlar Türkiye için uzun dönemde cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğuna yönelik ampirik bulgular elde etmişlerdir.

Barışık ve Çetintaş (2006), çalışmalarında 1987 yılı ile 2003 yılları arasında yer alan çeyreklik verilerle Husted’in modelini kullanmışlardır. Buna göre Türkiye’nin geçmiş dönem cari açıklarının sürdürülemez bir boyutta olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Husted’in dinamik modeli çerçevesinde Holmes (2006a), OECD ülkeleri içinde yer alan gelişmiş 11 ülkeyi ele alarak, cari hesap dengesinin uzun dönemde panel data eş bütünleşme tekniği ile analiz etmiş ve söz konusu 11 ülkeden 6’sının cari açıklarının sürdürülebilir, geriye kalan 5 ülke için ise sürdürülemez olduğu sonucuna varmıştır. Cari açığın sürdürülemez olduğu ülkelerin Avrupa Birliği üyesi ülkeler olduğuna dikkat

çekmiştir. Holmes (2006b) diğer bir çalışmasında cari işlemler açığının sürdürülebilirliği için yine Husted'in modelini kullanarak Latin Amerika ülkeleri için kullanmıştır. 1979 ile 2001 yılları arasındaki yıllık verilerden yararlanarak panel birim kök ve eş bütünleşme teknikleri çalışmada uygulanmıştır. Bulgulara göre 16 Latin Amerika ülkesinden Brezilya ve Kolombiya hariç 14 ülkenin cari açıklarının sürdürülebilir olduğu ortaya konulmuştur.

Kalyoncu (2006), 22 OECD ülkesinde cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olup olmadığını araştırdığı çalışmasında panel eş bütünleşme yöntemini kullanmış ve sürdürülebilirlik lehinde bilgilere ulaşmıştır.

Ogus ve Sohrabji (2006), birim kök ve eş bütünleşme testlerini kullanarak Türkiye için cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olup olmadığını araştırmış ve sürdürülebilir olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Andreosso ve Callagan (2007), Husted modeline göre dört Güneydoğu Asya ülkesinin 1997 krizinden önce cari işlemler pozisyonunun sürdürülebilirliğini araştırmışlardır. Çalışmada yöntem olarak Engle — Granger, Johansen ve Harris — Inder eş bütünleşme tekniklerini kullanarak sonuçları karşılaştırmıştır. Asya krizinden önce Güneydoğu Asya ülkelerinin (Filipinler, Endonezya, Güney Kore ve Tayland) cari açıklarının sürdürülemez olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yamak ve Korkmaz (2007), Türkiye'nin cari işlemler açıklarının sürdürülebilirliğini 2001:4 — 2005:9 dönemine ilişkin aylık verilerle araştırmışlardır. Yazarlar, mal ve hizmet ihracatı ile mal ve hizmet ithalatına net cari transferler ve net faiz ödemelerini ekleyerek oluşturdukları özel ithalat serileri arasındaki ilişkiyi serilerin aynı dereceden bütünleşik olmamaları nedeniyle Husted'ı (1992) takip ederek, sınır testi yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Ayrıca ekonometrik yaklaşım için gecikmesi dağıtılmış model (ARDL) yaklaşımı kullanılmıştır. Yazarlar sınır test sonuçlarına göre, Türkiye için inceleme döneminde cari işlemler açıklarının zayıf formda sürdürülebilir olduğuna yönelik bulgular elde etmişlerdir. Dışarıya aktarılan döviz kaynaklarının yaklaşık %75'inin tekrar ekonomiye kazandırılabilirdiğini tespit etmiştir.

Yan (2007), Granger nedensellik testini kullanarak "Sermaye hareketliliğinin cari işlemler dengesi açıklarının finansman kaynağı mı yoksa nedeni mi?" sorusunun yanıtını, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için aramış ve gelişmekte olan

ülke ekonomilerinde cari işlemler dengesi ile sermaye hesapları arasındaki nedensellik ilişkisinin karmaşık olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gelişmiş ülkelerde, sermaye hesapları cari işlemler dengesi açıklarının önemli bir finansman kaynağı olarak görülmüştür.

Çeviş ve Çamurdan (2008), enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkelerde cari işlemler dengesinin belirleyicilerini araştırmışlardır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkelerde gözlemlenen cari işlemler dengesi açıkları bu çalışmanın temel motivasyon kaynağı olmuştur. Elde ettikleri bulgulara göre, enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerde oluşan cari işlemler dengesi açıklarının belirleyicileri arasında reel GSYİH büyüme oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı, dışa açıklık düzeyi, reel döviz kurundaki yüzde değişme, kamu harcamalarının GSYİH'ye oranı ve reel faiz oranları bulunmaktadır. Analizde, VAR metodolojisini kullanmışlardır.

Gülcan ve Önel (2008), 1992:1–2007:1 döneminde cari işlemler açıklarının sürdürülebilirliğini Türkiye’de yaşanan yapısal değişimleri göz önüne alan eş bütünlüşme yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Yazarlar, ihracat ve ithalat serilerindeki yapısal kırılmaları dikkate aldığına inceleme döneminde Türkiye’de cari işlem açıklarının sürdürülemez olduğu sonucuna yönelik bulgular elde etmişlerdir.

İsmail ve Baharumshah (2008) Malezya’da cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olup olmadığını araştırdığı çalışmasında birim kök ve eş bütünlüşme yöntemini kullanmış ve sürdürülebilirlik sonucuna varmıştır.

Herrmann ve Winkler (2009), genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemini kullanmış ve gelişmekte olan Avrupa ve Asya ülkelerini birer yakınsama kulübü olarak ele alarak, iki farklı ülke grubunda dış ekonomik ilişkilerin birbirini nötralize edecek şekilde geliştiğini vurgulamıştır. Buna göre, gelişen Asya ülkelerinde cari işlemler dengesi fazlalığı olduğunda gelişen Avrupa ülkelerinde cari işlemler dengesi açığı oluşmaktadır.

Kim vd. (2009), Asya krizi öncesi ve sonrasında 1981–2003 dönemine ait üçer aylık verilerle Kore, Malezya, Tayland, Filipinler ve Endonezya ekonomileri için cari işlem açıklarının sürdürülebilirliğini cari açıkların yüksek yatırım oranlarından kaynaklanması koşulu altında, ESTAR yöntemiyle, zamanlararası dış denge kısıtı yaklaşımıyla incelemiştir. Çalışmalarında Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (Gayrisafi



Yurtiçi Hâsıla), Reel Döviz Kuru, Bütçe Açıkları/GSYİH, Reel Faiz Oranları, ABD'ye ait faiz oranları ve G7 ülkelerine ait GSYİH değişkenlerini kullanarak vektör otoregresyon (VAR) analizi yapmışlardır. Varyans ayrıştırma ve etki tepki fonksiyonuna göre ulaştıkları sonuçlar, Tayland hariç diğer dört Asya ülkesi için cari işlemler açıklarının yüksek yatırımlarla ilişkili olduğu ve böylece son otuz yılda cari işlemler açıklarının sürdürülebilir olduğudur.

Peker (2009), Türkiye'de cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini, 1992–2007 dönemi aylık verilerini kullanarak, Johansen eş bütünleşme yöntemi yardımıyla analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, ihracat ve ithalat serileri arasında uzun dönemli ilişki bulunmasına rağmen, eş bütünleşme katsayısının birden küçük çıkması nedeniyle, Türkiye'de cari işlemler açığının ancak düşük formda sürdürülebilir olduğu, döviz gelirlerinin döviz giderlerinden daha az olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Christopoulos ve Leon – Ledesma (2010), ABD'nin cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliğini test etmiştir. Doğrusal olmayan birim kök testlerinin cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği konusunda daha sağlıklı sonuçlar ürettiği bulgusuna ulaşmışlardır.

Karunaratne (2010), Avustralya'da cari açıkların sürdürülebilirliğini, 1959–2007 dönemi verileriyle, iki aşamalı Engle–Granger eş bütünleşme yöntemiyle incelemiştir. Analiz sonucunda, cari açığın, GSYİH'nin yüzde 6'sını geçmesi durumunda, tehlikeli olabileceği sonucuna ulaşmıştır.

Rafiq (2010), stokastik dalgalanmalara dayalı VAR metodolojisini kullanarak, mali tutum, cari işlemler dengesi ve reel döviz kuru arasındaki ilişkileri ABD ve İngiltere için incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre ABD ve İngiltere'deki kamu açıklarındaki azalışlar cari hesap dengesizliklerini gidermede yetersizdir.

Takeuchi (2010), ABD'nin dış borçlarının ve buna bağlı olarak cari açıkların sürdürülebilir olup olmadığını araştırdığı çalışmasında, 1961–2008 dönemi verileriyle, temel göstergelerden biri olarak cari işlemler dengesi açıklarının GSYİH'ye oranını kullanmıştır. ABD ekonomisinde cari işlemler dengesi açıklarının yüksek olduğunu, ancak ulusal paranın değerinin düşürülmesi durumunda cari açığın sürdürülebilir hale geleceğini ifade etmiştir. Analizde MS (Markov–Switching) birim kök test tekniğini ve Monte Carlo yöntemini kullanmıştır.

Bayraktutan ve Demirtaş (2011), 19 gelişmekte olan ülkede cari açığın belirleyicilerini, 1980–2006 dönemi verilerini kullanarak, panel veri analizi yöntemiyle test etmiştir. Büyüme oranı, yatırımlar ve kamu harcamalarındaki artışın cari işlemler açığını artırdığını, dış ticaret hadlerindeki iyileşme, dışa açıklık oranı, dünya büyüme oranı ve dünya faiz oranlarındaki artışın ise cari işlemler açığını azaltıcı yönde etkide bulunduğunu tespit etmiştir.

Campa ve Gavilan (2011), Euro alanının oluşumundan beri, Avrupa para alanı içindeki ülkeler arasında cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğinin azaldığını belirtmiştir. Bu çalışmada, özellikle, bazı ülkelere artan dış borçların cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri arttırdığı ileri sürülmektedir. Burada dönemlerarası cari hesap modeli test edilmiştir. Tahmin yöntemi olarak en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır.

Chen (2011a), OECD ülkelerinde 1970 – 2009 dönemi verilerini kullanarak dönemlerarası bütçe kısıtının karşılanıp karşılanmadığı sorusundan hareketle cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olup olmadığını araştırmış ve İspanya, Avustralya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya ve Macaristan gibi ülkelere kırmızı alarmin söz konusu olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Analizde, GLS ve Markow Switching birim kök tekniğini kullanmıştır.

Chen (2011b), G7 ülkelerinde cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliğini araştırdığı çalışmasında, dönemler arası bütçe kısıtından sapmaların sürdürülemezlik ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, Japonya ve Almanya için dönemlerarası bütçe kısıtının karşılandığını ancak, Fransa, İtalya, ABD, Kanada ve İngiltere için dönemlerarası bütçe kısıtının karşılanmadığını ve kırmızı alarmı işaret ettiği belirtilmiştir. Analizde, MS birim kök tekniğini kullanmıştır.

Greenidge vd. (2011), Barbados ekonomisinde cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini, 1960 – 2006 dönemi verileriyle, dönemlerarası bütçe kısıtı yaklaşımıyla, Johansen eş bütünleşme yöntemiyle incelemiş ve Barbados’da cari açığın sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Göçer ve Mercan (2011), Türkiye’de cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini, 1992: M01–2010: M11 dönemi ihracat ve ithalat verileriyle, sınır testi yaklaşımıyla

incelenmiştir. Analiz sonucunda, Türkiye’de cari açığın zayıf formda sürdürülebilir olduğunu bulmuştur.

Holmes vd. (2011), Hindistan’ın cari açığının sürdürülebilirliğini, 1950–2003 dönemi verileriyle, GLS ve VEC yöntemleriyle, ihracat ve ithalat serileri arasındaki eş bütünleşmenin varlığını, Hindistan ekonomisinin liberalleştiği 1991 öncesi ve sonrası için araştırmıştır. Çalışma sonucunda, 1991 öncesi dönemde seriler arasında eş bütünleşme çıkmazken, 1991 sonrasında bulunmuştur. Böylece, Hindistan’da cari açıkların sürdürülebilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın sonunda, özellikle hizmet ihracatının, Hindistan ekonomisi için gittikçe artan bir önem kazandığı vurgulanmıştır.

İnsel ve Kayıkçı (2012), Türkiye’de cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini, cari açığın yapısal temelleri yönünden incelemiş ve Türkiye’de ithalatın gelir esnekliğinin 2,24 olduğunu ve cari açığın, yüksek ekonomik büyümenin, kaçınılmaz bir sonucu olduğunu ifade etmiştir. Çözüm önerisi olarak ise; dış ticarete yapısal zayıflıkların ortadan kaldırılıp, yerli firmaların dış rekabet güçlerinin artırılması ve ihrac ürünleri için yüksek oranlı ithal ara malı kullanımından vazgeçilmesi gerektiğini belirtmiştir.

Nag ve Mukherjee (2012), Endojen yapısal kırılmaların varlığında ticari açıkların sürdürülebilirliğini Hindistan örneğini ele alarak incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, Hindistan borç stoku ile ihracat, ithalat ve faiz ödemeleri arasında herhangi bir uzun dönem denge ilişkisi bulunmamaktadır. Analizde endojen yapısal kırılma birim kök testini kullanmışlardır.

Theofilakou ve Stournaras (2012), OECD ülkelerinde keyfi maliye politikası davranışlarının kontrolünden sonra, yüksek boyuttaki cari işlemler dengesi açıklarının ekonomik ve finansal göstergelerin uyum sürecini nasıl etkilediğini araştırmıştır. Elde ettikleri bulgulara göre, farklılaşan maliye politikası tutumları cari işlemler dengesi açıklarının sürükleyicilerini tersine çevirmektedir. Analizde çoklu üstel kesikli tercih modelini kullanmışlardır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### KIRILGANLIK VE KIRILGAN BEŞLİ

#### 4.1.Kırılğanlık Kavramı

Kırılğanlık, riskin farklı bileşenlerine odaklanan disiplinlerde oldukça farklı anlamlarda kullanılmıştır (Gnangnon, 2012: 5, Naude vd., 2008: 1). Ekonomi alanında kırılğanlık kavramı, gelişmekte olan ülkelerin şoklara karşı duyarlılığını ifade etmek için ortaya atılmıştır. Ekonomi alanında kırılğanlığı ele alan çalışmaların, gelişmekte olan ülkelerin kırılğanlığı üzerine yoğunlaşması ile kırılğanlık tanımlamaları da bu yönde gelişme göstermiştir (Guillaumont, 1999: 4).

Kırılğanlık kavramı, kırılğanlığın hangi ekonomik faktöre göre tanımlandığına ve hangi birimin kırılğan olduğuna göre farklılaşmaktadır. Nitekim kırılğanlık kavramı çerçevesinde devletler veya hanehalkları gibi ekonomik birimlerin kırılğanlığından bahsedilebilmektedir. Bu birimlerin kırılğanlığı; ekonomik krizlere, gıda krizlerine, iç ve dış ekonomik şoklara, finansal şoklara, doğa koşullarına ve açlığa karşı olabilmektedir (Loayza ve Raddatz, 2007: 360, Andrews ve Flores, 2008: 1, Cannon, 2008: 2). Dolayısıyla kırılğanlığın tanımı, incelenen ekonomik birime göre ve bu birimlerin hangi olaylara karşı risk altında olabileceğine göre farklılaşabilmektedir. Diğer yandan, söz konusu tanım kırılğanlığı ele alan araştırmacının görüşüne ve bakış açısına göre de değişebilmektedir. Bu durum kullanılan indekslerin içeriklerine de yansımıştır. Farklı bakış açılarına göre farklı indeksler kullanılmış ve buna mukabil farklı tanımlar yapılmıştır. Ancak genel olan bir durum varsa o da kırılğanlığın, kırılğan olarak addedilen ekonomik birimin çoğunlukla kendi iradesi dışında gelişen olaylara (örneğin ekonomik krizler, iç ve dış şoklar gibi) karşı olduğu gerçeğidir. Bu anlamda kırılğanlık; en genel anlamıyla bir sistemin, var olan düzenin bozulmasından dolayı negatif yönde değişim gösterebileceği riski olarak tanımlanmıştır (Naude vd., 2008: 1). Guillaumont'a (1999) göre ise kırılğanlık, genel ve ekonomik anlamda öngörülemez olaylar tarafından zarar görme veya negatif yönde etkilenme riskidir. Tanımların ortak özelliklerinden hareketle, kırılğanlığı var olan durumun olumsuz yönde ve öngörülemez biçimde değişmesinden dolayı görülebilecek zarar riski olarak tanımlamak da mümkündür.

Kırılğanlığı ölçmek için kullanılan oldukça farklı göstergeler mevcut olup, kullanılan göstergeler bir anlamda kırılğanlığın tanımını da vermektedir. Öyle ki, kullanılan farklı indekslere paralel olarak kırılğanlık da finansal ve ekonomik kırılğanlık olarak ikiye ayrılmaktadır (IMF, 1998: 88, Moody's, 2014: 3).

Ekonomik kırılğanlık oldukça geniş, karmaşık ve birçok faktörü bünyesinde barındıran bir kavramdır. Dolayısıyla söz konusu faktörler zamanla ayrıştırılmış ve ekonomik kırılğanlık, kırılğanlık riski taşıyan ekonomik birime göre makroekonomik kırılğanlık ve mikroekonomik kırılğanlık olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Bu anlamda mikroekonomik kırılğanlık, şokların hanehalkının refahı üzerindeki etkisini ele alırken, makroekonomik kırılğanlık, şokların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ele almaktadır (Seth ve Ragab, 2012: 1). Mikroekonomik kırılğanlık hanehalkının gıda krizleri veya şoklar sonucu refahında azalma riskini ifade ederken; makroekonomik kırılğanlık ise, bir ülkenin topyekûn olarak, krizler veya şoklar sonucu refahındaki azalma riskini ifade etmektedir. Diğer yandan makro ve mikroekonomik kırılğanlıklar birbirinden tamamen bağımsız değildir. Nitekim hanehalkının yoksulluğa ve açlığa karşı kırılğanlığına ilişkin olan mikroekonomik kırılğanlık, bir anlamda da makroekonomik kırılğanlığın bir sonucudur (Guillaumont, 1999: 8). Şöyle ki, ekonomik büyümenin zarar görme riski demek olan makroekonomik kırılğanlıkta bir artış, mikro anlamda da hanehalkının refahında azalma riskini de beraberinde getirmektedir.

Kırılğanlığın nedenlerini ortaya koyan indeks önemlidir; çünkü kişi başına düşen GSYİH, gelişmekte olan ülkelerin gelişmişliğini tam olarak yansıtan bir gösterge değildir. Çünkü bu durum, söz konusu ülkelerin yapısal ve kurumsal zayıflıkları ile yüzleştikleri elverişsiz durumları yansıtmamaktadır (Gnagnon, 2012: 5). Dolayısıyla makroekonomik kırılğanlığın özünde; gelişmekte olan ülkelerin yapısal ve kurumsal özelliklerinin şoklara karşı zayıf olmalarına neden olması yer almaktadır. Böyle olmakla birlikte, yaşanan Asya krizi de açıkça göstermiştir ki, sadece gelişmekte olan ülkeler değil, dış ticarete bağımlı ülkeler de kırılğan olabilmektedir. Bu konuyu ele alan birçok çalışma da yükselen piyasa ekonomilerinin kırılğanlığına vurgu yapmıştır (Guillaumont, 1999: 9).

Makroekonomik kırılğanlık bireyleri ve hanehalkını değil, bir ülkeyi veya ekonomiyi topyekûn olarak ele almaktadır (Guillaumont, 1999: 9). Makroekonomik kırılğanlık bir ülkenin yapısı ve özellikleri nedeniyle ortaya çıkabildiği gibi, uygulanan

politikalar nedeniyle de ortaya çıkabilmektedir. Buna göre makroekonomik kırılmalık; bir ülkenin yapısında var olan sürekli veya yarı sürekli özellikleri nedeniyle kontrolü dışındaki ekonomik güçlere karşı riskli (açık) hale gelmesidir (Briguglio ve Galea, 2003: 3). Kırılmalık; dışa açıklık açısından ele alan tanımlamalarda ise makroekonomik kırılmalık, dış şoklara karşı hassasiyeti ifade etmek için kullanılmıştır (Guillaumont, 1999: 9). Dolayısıyla ülkeler dış şoklara karşı yapısal özellikleri veya uyguladıkları politikalar dolayısıyla kırılmalık hale gelebilmektedirler. Makroekonomik kırılmalık; bir ülkenin büyümesinin doğal ve dış şoklar veya istikrarsızlıklar nedeniyle zarar görmesi olarak tanımlamaktadır (Guillaumont 2008: 2). Makroekonomik açıklık perspektifinden kırılmalık, bir ekonominin dışa açıklık nedeniyle dış şoklara karşı riskli olma durumu olarak tanımlanabilir (Briguglio vd., 2009: 229).

#### **4.2.Kırılmalık İndeksi ve Kırılmalığın Nedenleri**

Kırılmalık indeksi, bir anlamda kırılmalığın hangi kaynaklardan ileri geldiğini, bir diğer ifade ile kırılmalığın nedenlerine ilişkin düşüncelerin ifadesi olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kırılmalığa ilişkin nedenler, kırılmalık indeksindeki göstergelerde ifadesini bulmaktadır. Bu bağlamda, kimi kaynaklarda kırılmalığa ilişkin geniş bir indeks oluşturulurken, kimi kaynaklarda ise daha dar ve spesifik göstergelerle yetinilmiştir. Diğer yandan bazı kaynaklar ise, kırılmalık indeksi oluşturmak yerine kırılmalığın nedenlerine değinmiştir. Bu nedenle kırılmalığın nedenlerinin açıklandığı bu başlıkta; kırılmalık indeksi ve kırılmalığın nedenleri bir arada kullanılarak, kırılmalığın kaynaklarına değinilmiştir.

##### **4.2.1.Kırılmalık İndeksi ve Kaynakları**

Ekonomik kırılmalık indeksi oluşturma fikri, gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları dezavantajlara ilişkin düşünce ve tartışmalardan doğmuştur. İndeks, ilk defa Malta Büyükelçiliğince resmi olarak BM'ye önerilmiştir. Kırılmalık indeksi oluşturmaya yönelik çabaların bir sonucu olarak ilk kırılmalık indeksi 1992 yılında Briguglio tarafından geliştirilmiştir (Briguglio, 1995: 1616-1617).

İndeks, üç bileşenden oluşmaktadır. İndeksin bileşenleri; dış ekonomik koşullara açıklık (risklilik), ada ülkesi olma ve uzaklık, doğal afetlere meyillilik olarak belirlenmiştir. Dış ekonomik koşullara açıklık, üç bileşenden oluşmaktaydı; nüfus büyüklüğü, GSYİH büyüklüğü ve coğrafi olarak ülke alanı büyüklüğü. Ada ülkesi olma

ve uzaklık; ulaşım ve nakliye giderinin ihracat gelirine oranı ile belirlenmiştir. Doğal afetlere meyillilik ise, BM Afetzedelere Yardım Kuruluşu tarafından yayımlanan eser baz alınarak oluşturulmuştur (Cordina ve Farrugia, 2005: 12).

Chander (1996), çalışmasında kırılabilirlik indeksinde yer alan alt indekslerde dış piyasalara bağımlılık, ihracat/GSYİH ile ölçmüştür. Diğer yandan ada ülkesi olma ve uzaklığın arttırdığı fiyatların göstergesi olarak, CIF/FOB oranı kullanılmıştır. Ayrıca, Chander (1996) indekse iki yeni değişken eklemiştir. Bunlardan ilki, dar yelpazeli bir ihracatı ölçmek üzere ihracat yoğunluğu, diğeri ise ekonomik gelişmişlik için dış finansmana bağımlılığı göstermek amacıyla kullanılan sermaye akımlarının toplam yatırımlara oranıdır (Cordina ve Farrugia, 2005: 13).

Briguglio ve Chander'den farklı olarak bir ülkenin makroekonomik kırılabilirliğini ölçmek için Wells (1996), bileşik bir indeks oluşturmuştur. Bu indeks:

- i)İhracat çeşitliliği indeksi; UNCTAD tarafından oluşturulmuştur,
- ii)Uzaklık indeksi; sigorta ve taşıma kredilerinin toplam ithalata oranı ile
- iii)Ticari açıklık indeksi; ihracat ve ithalatın GSYİH'ye oranı ile
- iv)Sermaye açıklığı indeksi; ödemeler dengesindeki kaynak açığı ile
- v)Enerjiye bağımlılık indeksi; enerji ithalatının enerji tüketimine oranı ile

vi)Turizme bağımlılık indeksi; net turizm gelirlerinin GSYİH'ye oranı ile ölçülmüştür (Cordina ve Farrugia, 2005: 14). Ayrıca kırılabilirliği ölçmek için kullanılan indekslere enerji bağımlılığı indeksini de dâhil etmiştir.

Kırılabilirliğin nedenlerini belirlemeye yönelik çalışmalar 2000'li yıllarda güncellenerek devam etmiştir. Örneğin, Briguglio ve Galea (2003) çalışmalarında, kırılabilirlik indeksini güncelleyerek daha ayrıntılı bir kırılabilirlik indeksi oluşturmuşlardır. Buna göre ekonomik kırılabilirlik indeksinin bileşenleri; ekonomik açıklık, dar çeşitlilikteki ihracata bağımlılık, çevresel (çevre ülke) olma ve stratejik ithalata bağımlılık olarak belirlenmiştir.

Briguglio vd. (2009), ekonomik kırılabilirlik indeksini revize ederek kırılabilirlik modellerini üç bileşen üzerine kurmuşlardır. Bunlar; ekonomik açıklık, ihracat yoğunluğu ve stratejik ithalata bağımlılıktır. Ekonomik açıklık, yapısal bir özellik olarak, bir ülkeyi dış ekonomik olaylara karşı hassas hale getirmektedir. Üretim kaynağına bağlı olarak ihracatta çeşitliliğin az olması, yine ülkenin yapısal bir özelliğidir ve

ihracatta çeşitlilik ile ilgili riskleri artırarak ekonomik açıklıkla ilgili kırılganlığı da artırmaktadır. Stratejik ithalata bağlılık; ülkenin büyüklüğüne, kaynak zenginliğine, ithal edilen ürünlerin ikamesinin olup olmadığına bağlı olarak ekonomiyi söz konusu ithal ürünlerin ulaşılabilirliği ve fiyatına karşı kırılgan hale getirmektedir (Briguglio vd., 2009: 232-233).

#### **4.2.2.Dışa Açıklık ve Kırılganlık**

Dışa açık ülkelerde makroekonomik kırılganlığın kaynağı olarak gösterebileceğimiz; ithalat, ihracat ve sermaye akımlarının ekonomik veya politik yönden istikrarsız ülkeler ile yapılması kırılganlığı artırmaktadır. Bu bağlamda Cordina ve Farrugia (2005) ekonomik kırılganlık indeksi olarak ihracat kırılganlığı indeksi, ithalat kırılganlığı indeksi ve doğrudan yabancı yatırım indeksini almışlardır. İhracat kırılganlığı alt indeksi; kırılganlığın kaynağını ticari mal ve hizmet ihracatına bağlamakta ve bu anlamda kırılganlığı ticari mal ihracatı kırılganlığı ve hizmet ihracatı kırılganlığı olarak ikiye ayırmaktadır. Ticari mal ihracatı alt indeksi ise bir ülkenin mal ihracatında çeşitlendirmenin olup olmadığını ölçen ihracat yoğunluğu bileşeni, ihraç edilen ürün fiyatının istikrarsızlığını ölçen ürün tipi bileşeni, ihracat yapılan ülke yoğunluğu ve bu ülkelerin güvenilirliğini ölçen ihraç edilen ülke bileşeni olmak üzere üç bileşenden oluşmaktadır. Hizmet ihracatı alt indeksi ise, ihracat yoğunluğu bileşeni ve ihraç edilen ülke bileşeni olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır. İthalat kırılganlığı alt indeksi ise; metodolojik olarak ihracat kırılganlığı alt indeksi ile aynı yapıda oluşturulmuştur. Doğrudan yabancı yatırım kırılganlığı alt indeksi ise, yatırımın geldiği ülke ve yatırım potansiyeli yokluğu olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır.

Sermaye akımlarını makroekonomik kırılganlığın göstergeleri arasında gören çalışmalarda söz konusudur. Örneğin, Ocampo (2008), sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönde hareket ettiğini belirtmiş ve faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları gibi birçok faktörü de konjonktürle aynı yönde hareket etmeye zorladığını, dolayısıyla konjonktür karşıtı politika uygulamayı zorlaştırdığını ifade etmiştir. Çalışmada, az gelişmiş ülkelerde reel sektörün finansal sektörün etkilerine daha fazla açık olması nedeniyle makroekonomik kırılganlığın arttığına da vurgu yapılmıştır. Finansal sektörün reel sektöre etkisi dolayısıyla, artan açıklık; sermaye akımlarının giderek kısa vadeli ve yüksek faizli yükümlülüklerle dönüşmesi sonucunu getirmiş ve



yatırımcı duyarlılığı döviz kuru ve faiz oranına karşı kırılğan hale gelmesine neden olmuştur.

Kırılğanlığı açıklarken yapısal faktörler yanında politikaya yönelik faktörleri de hesaba katan IMF (1998) ise, sermaye akımları ve borçların kırılğanlığa etkisine odaklanmıştır. Ülkeleri krizlere karşı kırılğan hale getiren faktörler: sürdürülemez makroekonomik politikalar, finansal sektördeki zayıflık, global finansal koşullar, döviz kurunun istikrarsızlığı ve politik istikrarsızlıktır. IMF'nin (1998) değerlendirmesinde, portföy yatırımlarının vade yapısı ve kompozisyonu ile faiz oranlarının ülkelerin şoklara karşı kırılğanlığını arttırdığı belirtilmiştir. İlave olarak, kısa vadeli, değişken oranlı ve yabancı para cinsinden borca sahip ülkelerin iç ve dış şoklara karşı kırılğan hale geldikleri belirtilmiştir (IMF, 1998: 80). Gnangnon (2012) ise IMF'nin tersine ekonomik kırılğanlığın borçları artırdığı sonucuna ulaşmış ve kırılğanlıkla borç arasında U biçimli ilişki elde etmiştir.

Son dönemlerde ise yaşanan krizler ve sermaye akımlarındaki değişiklikler, makroekonomik kırılğanlığın çehresini değiştirmiş, göstergeler geniş bir alanı kapsamaktan ziyade daha da spesifik hale gelmeye başlamıştır. Bu çalışmalar kırılğanlığın göstergelerini topyekûn ele almaktan ziyade, tek tek göstergeleri derinlemesine inceleme yolunu seçmişler ve çoğunlukla ticari açıklık ve kırılğanlık ilişkisi üzerine eğilmişlerdir. Ticari açıklığın, ülkelerin krizlere karşı kırılğanlığına etkisi hususunda ise iki görüş ileriye sürülmüştür. Cavallo ve Frankel'in (2008) katıldığı birinci görüşe göre, ticari açıklık kırılğanlığı artırmakta iken diğer görüşe göre azaltmaktadır (Cavallo ve Frankel, 2008: 1430). Dolayısıyla ticari açıklık konusuna ilişkin literatür daha önceki indekslerde yer alan ticari açıklığın kırılğanlığı artırdığı konusundaki genel kabulü sorgular niteliktedir. Ticari açıklık ve kırılğanlık ilişkisini dış şoklara karşı kırılğanlığı belirleyen faktörleri; ticari açıklık, ihracat çeşitliliği ve kompozisyonu, endüstriler arası ve endüstri içi ticaret olarak ele almaktadır. Buna göre, endüstri içi ticaret ve ihracatta belirli ürünlerde yoğunlaşma ve ticari açıklık ekonomiyi dış şoklara karşı kırılğan hale getirmektedir (Domanska ve Serwa, 2013: 155-156). Krize karşı kırılğanlığı belirleyen önemli bir faktör de ticarettir. Çünkü ticaret ürün fiyatı ve miktarındaki değişikliğin bir ülkeden diğerine sıçramasına yol açmaktadır. Forbes'ın çalışmasının sonucuna göre, eğer bir ülke krize giren ülke ile aynı sektörde rekabet ediyor veya bu ülkeye ihracat yapıyorsa, bu ülke daha düşük borsa değeri yaşamaktadır (Forbes, 2002: 77-78).

Diğer yandan kırılganlıkla ilgili daha az sayıda ülkeden oluşan örnekler seçilmeye başlanmış veya ülke gruplarından ziyade tek tek ülkelerin kırılganlıklarına yönelik değerlendirmelere çalışmalarda yer verilmeye başlanmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinin kırılganlığına ilişkin olarak temelde iki değişkene yer vermiştir: (i) kamu borç sürdürülebilirliği: toplam kamu borcunun GSYİH'ye oranı ile kamunun dövizde endeksli borcunun toplam borcu içindeki payından oluşmaktadır. (ii) ekonomik istikrarsızlık: GSYİH oynaklığı, hukuki ve fiili finansal açıklık, özel kredi (yurt içi kredi/GSYİH), hukukun üstünlüğü ve kamunun regülasyon kalitesinden oluşmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre büyümede oynaklık, toplam borcun GSYİH içindeki payı ve dövizde endeksli borç stoku kırılganlığı artırmaktadır (Rocha ve Moreira, 2010: 178).

Kırılganlık indekslerini ele alan çalışmaların genelinde az gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan küçük ada ülkelerinin en kırılgan ülke olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmiş ülkeler ise en az kırılgan ülkeler arasındadır. Buradan gelir ile kırılganlık arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucu çıkarılmamalıdır. Çünkü kırılganlığın doğuşunda küçük ada gelişmiş ülkelerinin yüksek kişi başı GSYİH'leri ve kırılganlıkları yer almaktadır. Dolayısıyla kırılganlık bir ülkenin gelişmişliğinden bağımsızdır (Briguglio, 1995: 1618).

#### **4.2.3.Kırılganlığa Karşı Erken Uyarı Sistemi**

Son yıllarda giderek artan krizlere paralel olarak, ülkelerin krizlere karşı kırılganlığını daha önceden tespit etmeye, değerlendirmeye ve istikrar politikaları geliştirmeye yönelik olarak erken uyarı sistemi oluşturma yoluna gidilmiştir (Ciarlone ve Trebeschi, 2005: 376). Bu yapılırken, göstergelerin normal zamanlardaki, yani sürdürülebilir olduğu durumu ile krizden önceki durumu karşılaştırılmış ve bunun sonucunda göstergelerin gönderdiği sinyaller baz alınarak kırılganlığa yönelik çıkarımlarda bulunulmaya çalışılmıştır. Bu anlamda erken uyarı sistemi, krize karşı kırılgan olan ülkeleri belirlemeye yardımcı olmaktadır (Edison, 2000: 36).

Kırılganlığı önceden tahmin etmeye yönelik göstergeler, çalışmalara ve yazarların göstergelere bakış açısına göre farklılaşmaktadır. Bu nedenle, krizlere karşı kırılganlığa yönelik olarak ülkelerden çıkarılacak dersler birbirinden oldukça farklıdır (Frenkel ve Saravelos, 2010: 3). Nitekim bu durum çalışmalarda kullanılan göstergelere de yansımış ve kullanılan ülke örneklerine yönelik oluşturulan göstergeler çalışmalar arasında farklılık göstermiştir.

Makroekonomik kırılganlığa yönelik erken uyarı göstergeleri olarak; cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı, net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ye oranı, M2 para arzının döviz rezervine oranı, reel kredi büyümesi, reel döviz kuru, enflasyon, endüstri üretimi, Euro-dolar kuru ve spekülasyon baskı indeksini (döviz kurundaki aylık değişimlerin ağırlıklı ortalaması) almıştır (Krkoska, 2001: 44).

Herrera ve Garcia (1999), Latin Amerika ülkeleri için makroekonomik kırılganlığa yönelik erken uyarı sistemine ilişkin göstergelere yer verdikleri çalışmalarında; M2 para arzı/döviz rezervi, reel yurt içi kredi büyümesi, reel döviz kuru ve enflasyon oranını kullanmışlardır. Kötüleşen mali performans, yurt içi kredi artışı, geniş para arzının döviz rezervine oranla hızlı bir şekilde değişmesi ve oynak döviz kurunun sürdürülemez makroekonomik kırılganlıktan hemen önce geldiğini belirtmişlerdir (Herrera ve Garcia, 1999: 3).

Krizlere karşı kırılganlığı tespit etmek amacıyla döviz kurunun aşırı değerlilik derecesi, cari işlemlerin GSYİH'ye oranı, kısa vadeli borçların döviz rezervine oranı, yurt içi kredi büyümesi ve finansal sektörün açıklığı (krizin bulaşması açısından) göstergeleri yer almaktadır. Yüksek cari açık ve yavaşlayan büyüme ülkeyi krizlere karşı daha kırılgan hale getirmektedir (Bussiere ve Fraztcher, 2006: 958).

Erken uyarı sistemi göstergelerinin anlamlılığı üzerine yoğunlaşan Ciarlone ve Trebeschi (2005) ise kırılganlığa yönelik erken uyarı sistemine ilişkin gösterge sayısını 28'e çıkarmış ve bunlar genel olarak dış borç, borç sevisine ayrılan kaynaklar, bir ülkenin döviz açısından yeterliliği, dış parasal ve mali koşullar ile net sermaye akımına ilişkindir. Dış borç için ödenen faizin döviz rezervine oranı ile kısa vadeli borç ve toplam dış borcun GSYİH'ye oranındaki artışların borç krizine girme olasılığını, dolayısıyla da krize karşı kırılganlığı artırdığı; ihracat artışı ile döviz rezervlerindeki artışın krize girme olasılığını azalttığı sonucuna ulaşmıştır.

#### **4.3.Yükselen Ekonomiler**

Yükselen Piyasa Ekonomisi (Emerging Market Economy) kavramı iktisat literatürüne ilk kez, 1981 yılında Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan Uluslararası Finans Kurumu'ndan (IFC) Antoine W. Van Agtmael tarafından kazandırılmıştır. Kısa sürede yaygın bir kabul gören kavram, esas itibariyle, düşük — orta düzeyde kişi başına gelire sahip ülkelere atıfta bulunmaktadır. Söz konusu kapsamda değerlendirilen

lkeler, dünya genelindeki nüfusun yaklaşık %80'ini kapsamakta; küresel ekonominin de %20'sini temsil etmektedir (Atik, 2005: 5).

Yeni ortaya çıkan ya da gelişmekte olan piyasa ekonomilerini açıklamak amacıyla kullanılan "Yükselen Piyasa Ekonomileri" kavramı, düşük — orta düzeyde kişi başına gelire sahip olan ülkeleri tanımlar niteliktedir. Fakat kavram, üzerinde fikir birliğine varılmış tek bir tanıma veya ülke sınıflandırması içeriğine sahip değildir. Literatürde farklı görüşleri yansıtan farklı tanımlar yer almaktadır (Kaya vd., 2009: 316).

Ülkedeki adil olmayan gelir dağılımı, zayıf endüstriyel ve sosyal altyapı ve aşırı nüfus gibi problemleri ortadan kaldırmak için reformlar yapmaya karar veren ve uzun dönemli planlar oluşturan, bu planları uygulamaya koyan ve bu faaliyetler sonrası kişi başına GSMH'de artış kaydeden ülkeler, yükselen ekonomi olarak isimlendirilmektedir (avuşgil ve Ghauri, 1990: 11).

Yükselen ekonomiler ile gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve sosyal benzerliklerine karşın, gelişme konusundaki kararlılıkları ve ülke vatandaşlarının refahlarını artırmadaki başarılarıyla farklılaşmaktadır. Her yükselen ekonomi, gelişmekte olan ülke olarak adlandırılabilmekte, fakat her gelişmekte olan ülke yükselen ekonomi grubuna dâhil edilememektedir (ivi ve avuşgil, 2001: 118).

Yükselen piyasa ekonomisi kavramı, 1980'lerin sonlarından başlayarak finansal serbestleştirme, kambiyo rejimlerinin kuralsızlaştırılması ve deregülasyon<sup>6</sup> politikalarını benimseyerek, ulusal mali piyasaları uluslararası finansal sermayenin spekülasyonuna amaya yönelen ekonomilere verilen isimdir. 1960'lı ve 70'li yıllarda kalkınmakta olan ülkeler olarak adlandırılan bu ekonomiler, kalkınma ve sanayileşme kavramlarının birer birer iktisat politikası gündeminden çıkarılmasıyla birlikte bu ifadeyle anılmak yerine, "yükselen piyasa ekonomisi" kavramına dönüştürülmüşlerdir (Kenç, 2011: 2).

Geçtiğimiz 30 sene içerisinde i ve dış şoklara ve dengesizliklere bağlı olarak değişik krizlere maruz kalan yükselen piyasa ekonomileri, bu krizlerden bilâncolarını güçlendirerek, yapısal ekonomik sorunlarını çözerek ve makroekonomik görünümlerini düzelterek çıkmışlardır. Bu süreçte mali baskınlık ve dışsal şok geri besleme döngüsü

<sup>6</sup> Dereglasyon; liberalleştirme, serbestleştirme; ekonomik faaliyetler üzerine konan düzenleme ve kısıtlamaların kaldırılması.

problemlerini ciddi ölçüde hafifleterek para politikasının etkinliğini o ölçüde artırmışlardır. Bu durum, küresel finansal krizin yükselen piyasa ekonomileri üzerindeki etkisinin sınırlı olmasını sağlamıştır (Kenç, 2011: 3).

#### **4.3.1.Kırılğan Beşli**

1980’lerin başlarından itibaren iktisat literatüründe Yükselen Piyasa Ekonomisi (Emerging Market Economy) kavramı yaygın bir biçimde kullanılır hale gelmiştir. Bir dizi yapısal reformlar yoluyla gelir dağılımında adaleti sağlamak, endüstriyel ve sosyal altyapıyı geliştirmek, demografik sorunları ortadan kaldırmak adına ekonomilerini küresel ekonomi ile entegre etmede başarı sağlayarak kişi başı gelir düzeylerini önemli ölçüde yükselten ve makroekonomik göstergelerinde görece olarak iyileşme gösteren ekonomiler bu gruba dahil edilmektedirler.

Yükselen Piyasa Ekonomisi sınıflandırmasında yer alan “Kırılğan Beşli” gruplandırması, ilk kez Morgan Stanley’in 2013 yılının ağustos ayında yayınlanan ekonomi raporunda yapılmıştır. Bu raporda Kırılğan Beşli olarak adlandırılan ülkeler arasında Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye yer almıştır. Eğilmez’e (2013) göre, bir zamanlar BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak adlandırılan yükselen piyasaların en parlak örnekleri olarak lanse edilen bu ülkelerin arasına zaman zaman Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Endonezya gibi ülkeler de katılmıştır. Şimdi ise bunlardan Çin, Rusya ve Meksika dışındaki ülkeler Kırılğan Beşli grubunda buluşmuştur. Öte yandan beşlinin sekizli olduğuna dair yeni yazınlar da mevcuttur. Beşliye eklenen diğer ülkeler Arjantin, Rusya ve Şili olarak ifade edilmektedir.

2013 yılının mayıs ayında ABD Merkez Bankası’nın (FED) tahvil alımlarını azaltacağına yönelik yaptığı açıklamanın ardından, gelişen piyasa ekonomilerine giden yabancı sermaye akımlarında azalmalar başlamıştır. FED’in bu açıklamasının ardından ulusal para birimleri en çok değer kaybeden yükselen piyasa ekonomileri bu beş ülke olmuştur. Bu beş ülkenin Kırılğan Beşli olarak adlandırılmasının arkasında yatan nedenler arasında:

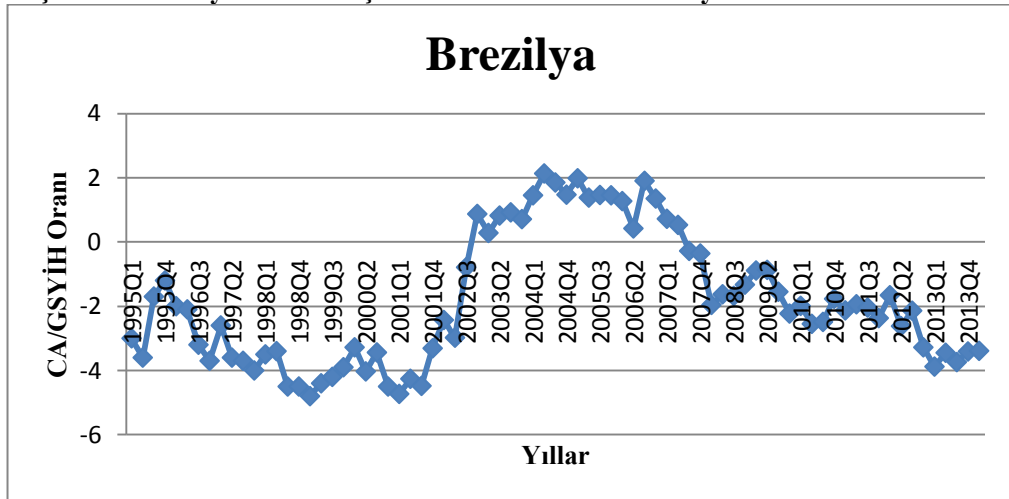
- i) Cari açığın GSYİH’ye oranının yüksek oluşu,
- ii) Büyüme oranındaki performans düşüklüğü (büyüme oranları pozitif olsa dahi gerilemenin yaşanması),

iii) Sonraki dönemlere ilişkin dış finansman ihtiyacının artması

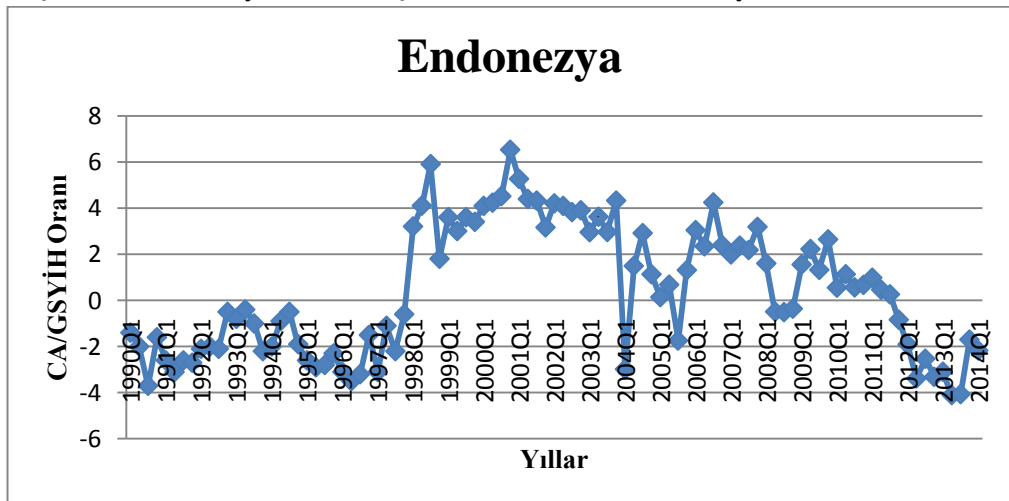
iv) Ülkelerin ekonomi dışı alanlarda potansiyel risklerin oluşması (siyasi belirsizlikler) gibi faktörler yatmaktadır (Eğilmez 2013, Eğilmez 2014, Erşin 2014: 45).

Yüksek enflasyon, yüksek cari hesap açıkları, zorlayıcı sermaye akımı beklentileri, yükselen piyasalardaki zayıf büyüme Morgan Stanley'in “Kırılğan Beşli” tanımına karşı çalışan göstergelerdir (Stanley, 2013: 5).

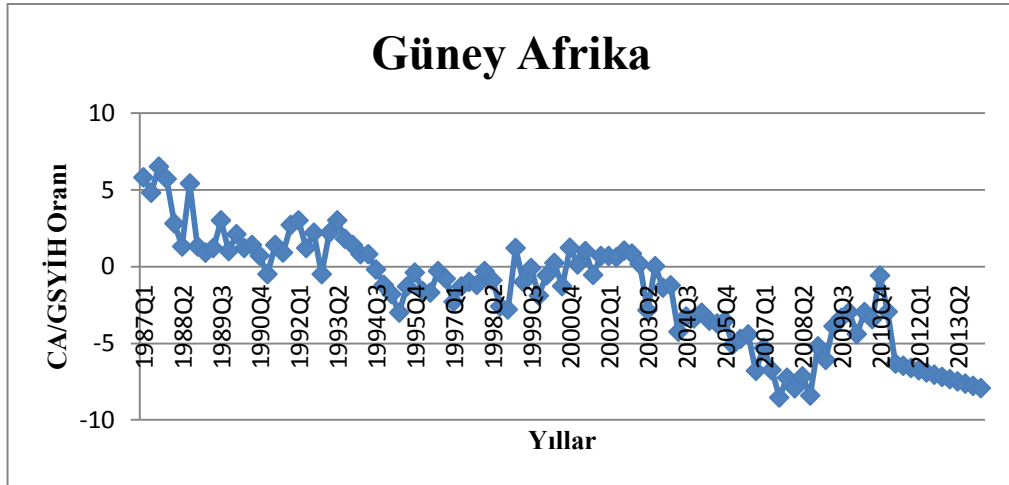
**Şekil 3. Brezilya’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı**



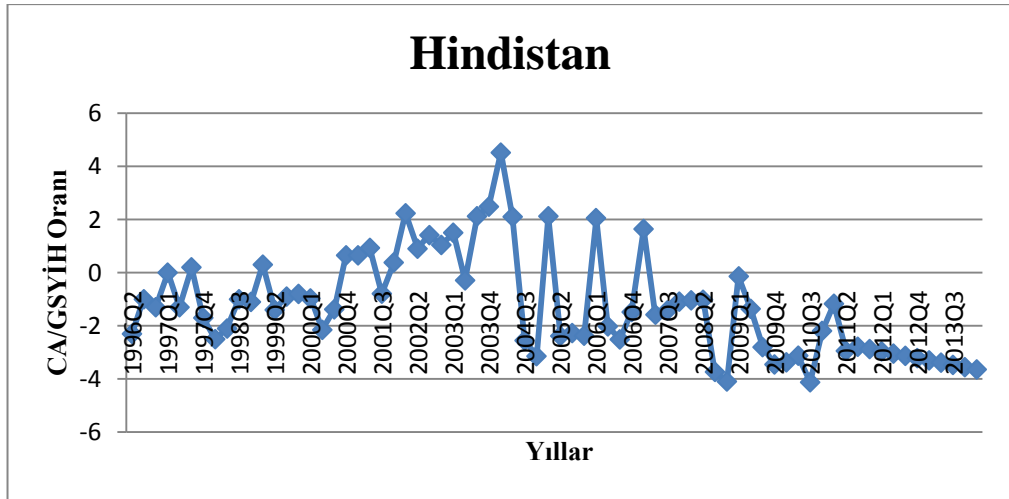
**Şekil 4. Endonezya’da Cari İşlemler Hesabının GSYİH’ye Oranı**



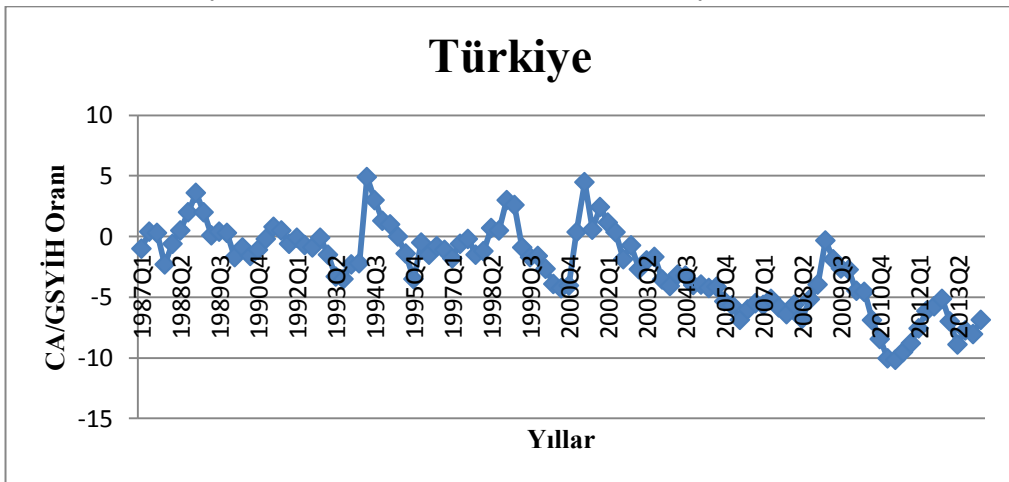
Şekil 5. Güney Afrika'da Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ye Oranı



Şekil 6. Hindistan'da Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ye Oranı



Şekil 7. Türkiye'de Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ye Oranı



Yukarıda cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranının verildiği şekillerden de görüldüğü gibi; Kırılgan Beşli ülkelerinin gerek kendi içsel şoklarından dolayı gerekse dışsal şoklardan dolayı yaşanan ekonomik kriz yılları haricinde, cari işlemler dengesi

genelde açık vermiştir. Özellikle, büyüme hızının yüksek olduğu yıllarda bu açıklar yüksek seyretmiştir. Yüksek büyüme hızı ile ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, buna bağlı olarak da ithalatın artması nedeniyle bu yapı ortaya çıkmıştır. Ortak açıdan bakacak olursak özellikle, 1997-98 Asya ve Rusya krizleri ve 2008 küresel krizi öncesinde bu durum belirgin niteliktedir. Krizden hemen sonra ise, ulusal paranın devalüasyonuna giden ülkelerde cari işlemler dengesi açıklarında görece iyileşmeler söz konusudur. Dikkat çeken bir başka önemli nokta, 2009 yılından itibaren, cari işlemler dengesi açığının Kırılgan Beşli ülkelerinde ciddi bir şekilde sürekli olarak artış göstermesidir. Küresel krizle birlikte ülkelerin ekonomisinde yaşanan daralmanın etkisiyle, 2009 yılında cari işlemler dengesi açığında azalma gerçekleşmiştir. Ancak, 2010 yılının ortalarından itibaren cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ye oranı Brezilya, Endonezya ve Hindistan'da teorik eşik (%5) yaklaştığı Güney Afrika ve Türkiye'de ise eşik değerini geçtiği görülmektedir. Çalışmada ele alınan dönemlerde her bir ülkenin izlediği politika değişikliklerine göre cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ye oranı dalgalı bir seyir izlemektedir. Ancak Kırılgan Beşli ülkelerinin ekonomik politika olarak, ortak açıdan değerlendirecek olursak, enflasyon hedeflemesi rejimini benimsedikleri dönemlerde cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ye oranının sürekli olarak artması dikkat çekmektedir.

**Tablo 5. Kırılgan Beşli Ülkelerinin Enflasyon Oranları**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Brezilya</b>	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9	6,2
<b>Endonezya</b>	6,4	17,1	6,6	6	11,1	2,8	7	3,8	4,3	9,5	5,1
<b>Hindistan</b>	4,6	5,3	6,7	5,5	9,7	15	9,5	6,5	11,4	9	7,6
<b>Güney Afrika</b>	3,5	3,6	5,8	9	10,1	6,3	3,5	6,1	5,6	5,7	6,3
<b>Türkiye</b>	9,3	7,7	9,6	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2	7,4	8,2

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

Kırılgan Beşli ülkelerinin hem bütçe açıklarına hem de cari açılara (ikiz açığa) sahip olmaları ve tüketim odaklı bir yapıya sahip ekonomi olmaları cari açığa karşı kırılganlıklarını artırmaktadır. Tablo incelendiğinde ülkelerin ekonomik açıdan birbirlerine fazlasıyla benzedikleri görülmektedir. 2008 yılında başlayan küresel kriz ülkeleri birbirleriyle karşılaştırmamıza fırsat vermektedir. Bu durumda küresel kriz döneminde Kırılgan Beşli ülkelerinin her birinde enflasyon ve işsizlik oranlarında artış meydana gelmiştir. Ayrıca ülkelerin her birinde düşük büyüme performansı ve yüksek cari açıkların da yaşandığı belirtilmelidir.



Hızla artan uluslararası sermaye akımları ve döviz kurlarını spekülâtif saldırılardan korumanın gittikçe zorlaşması gibi unsurlar, sabit döviz kuru rejiminin enflasyonu kontrol altına almakta gittikçe daha az güvenilir ve daha az başarılı olmasına yol açmaktadır. Bunun yanında, döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin, bağımsız para politikası uygulama yeteneği ortadan kalkmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde dışsal şokları yumuşatacak esnek bir politika aracı bulunmamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ayrıca, son yıllarda birçok ülkede oldukça yıkıcı etkileri olan büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Bu nedenle, bu tarz bir para politikası stratejisi, giderek daha az sayıda ülke tarafından tercih edilmektedir (Batini ve diğ., 2006: 16, Mishkin, 2006: 13).

Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejiminin oluşturulması ve yaygınlaşması, zaman içinde koşulların değişmesiyle parasal büyüklüklere veya döviz kuruna dayalı rejimlerin etkinliğini kaybetmesine paralel olarak ortaya çıkmıştır. Parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesinde yaşanan bu zorluklar karşısında merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi rejimini alternatif bir para politikası stratejisi olarak geliştirmiştir.

**Tablo 6. Kırılgan Beşli Ülkelerinde Enflasyon Hedeflemesi**

Ülkeler	Fiyat Endeksleri*	Para Politikasını Belirleyen Taraf	Yasadaki Amaç	Hedef Saptaması	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi
Brezilya	TÜFE	Merkez Bankası	Enflasyon hedefi	Nokta hedef 4,5	1999
Endonezya	TÜFE	Merkez Bankası	Paranın istikrarı	Nokta hedef 4,5	1999
Güney Afrika	Çekirdek Gösterge	Merkez Bankası	Paranın istikrarı	Hedef bandı 3-6	2000
Hindistan	TÜFE	Merkez Bankası	Çoklu amaç	Hedef bandı 5-9	2016**
Türkiye	TÜFE	Merkez Bankası	Fiyat istikrarı	Nokta hedef 5	2002

\*Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kullanılan fiyat endeksleridir.

\*\*Hindistan, örtülü bir rejim izlememekle beraber enflasyon hedeflemesine geçmek için gerekli zemini oluşturmaya çalışmaktadır ve 2016 yılının ocak ayında enflasyon hedeflemesine geçeceği öngörülmektedir.

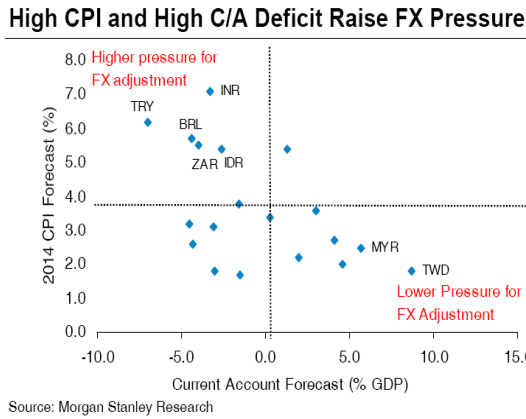
Gelişmekte olan ülkeler grubu incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin enflasyon ve enflasyon beklentilerini yönetmekte alternatif rejimleri uygulayan ülkelere kıyasla daha başarılı olduğu görülmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasının iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz bir etkisine rastlanmamaktadır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi altında, faiz oranlarının, döviz kurlarının ve uluslararası rezervlerin oynaklığının azaldığı ve döviz

kuru krizlerinin yaşanması olasılığının düştüğüne dair bulgular mevcuttur (Batini ve Laxton, 2006: 4).

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hareketlerine daha fazla önem verilmesinin bir nedeni, özellikle bu ülkelerde döviz kurunun yurt içi fiyatlar ile ilişkisinin gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek olmasıdır. Gelişmekte olan ülkeler, üretim sürecinde genelde ara malı ithalatına bağımlı bir yapı sergilemektedir. Böyle bir ortamda, yurt içi girdiler ile ithal girdiler arasında yeterince ikame imkanı bulunmadığı varsayımı altında, döviz kurlarındaki bir değişim doğrudan ve hızla yerel ürünlerin üretim maliyetlerine ve dolayısıyla da fiyatlarına yansımaktadır. Hedeflenen fiyat endeksi içinde ticarete konu malların ağırlığı arttıkça, döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin daha güçlü olması beklenmektedir (Kara ve diğ., 2007: 216).

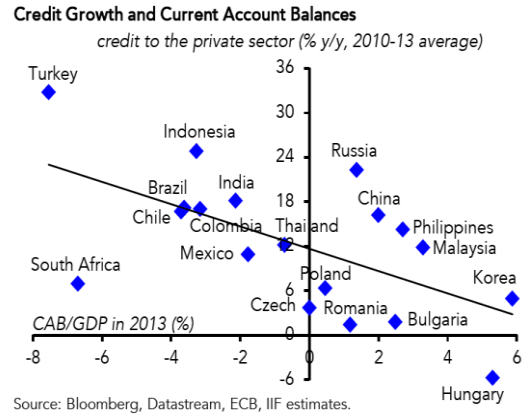
Enflasyon hedeflemesi, parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlere kıyasla önemli avantajlar getirmesine karşın, bu rejimin de kendine has zorlukları bulunmaktadır. Nitekim, dile getirilen bütün zorluklara rağmen, enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik performansı iyileştirdiği görülmektedir (Fraga ve diğ., 2002: 5, Batini ve Laxton, 2006: 7).

**Şekil 8. Enflasyon ve Cari İşlemler Dengesi**



Kaynak: IFF (2014a)

**Şekil 9. Kredi Büyümesi ve Cari İşlemler Dengesi**

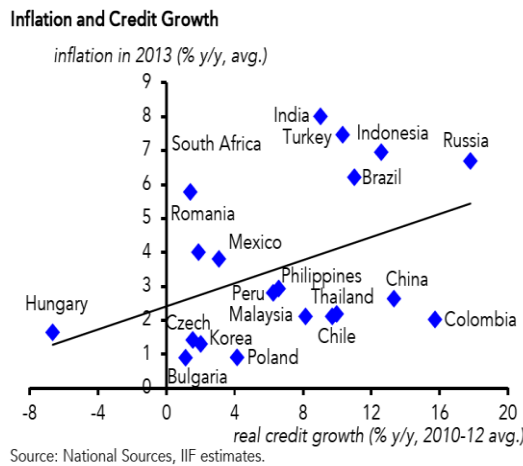


Kaynak: IFF (2014a)

Son yıllarda, ülkeler arasında farklılıklar olmasına rağmen, bozulan potansiyel büyüme oranları ve buna karşılık hızlı talep artışları, birçok gelişen piyasa ekonomisinde ısınma belirtilerine neden olmuştur. Şekil 8 ve 9'dan da görüleceği üzere Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye ülkeleri 2010-13 dönemi boyunca yüksek kredi büyümesine sahip olmuştur. Ayrıca bu dönem içerisinde ülkeler yüksek cari açık ve enflasyon oranları ile karşılaşmışlardır (IFF, 2014a).

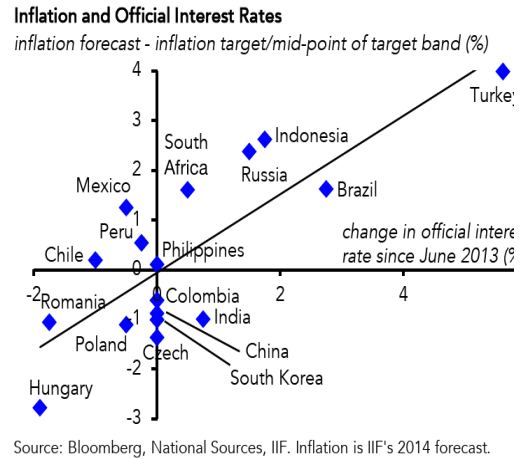
FED'in parasal genişlemeden çıkacağına ilk adımlarının atılmaya başlandığı 2013'ün Mayıs ayından itibaren verim eğrisini yukarı taşıyarak, gelişen piyasa ekonomilerinde, özellikle Kırılgan Beşli'de, dış finansman ortamı daha zorlu hale gelmeye başlamıştır. Bu gelişmeler ışığında potansiyel büyüme oranındaki dengesizlikleri, hızlı talep artışlarını ve yüksek enflasyon oranlarını azaltmak amacıyla sıkılaştırıcı politikalar gündeme gelmiştir. Yüksek bütçe açıklarına sahip bazı ülkeler sıkılaştırıcı maliye politikasını uygulamaya sokmuşlardır. Ancak Kırılgan Beşli ülkelerinde var olan ekonomi alanı dışındaki koşullar (örneğin seçimlerin olması) sıkılaştırma yükünün merkez bankaları tarafından üstlenilmesine neden olmuştur. Haziran 2013'ten sonra gelişen piyasa ekonomileri merkez bankaları faiz oranlarını artırma yoluna gitmişlerdir. Özellikle, Kırılgan Beşli'de bu noktada bir ayrışma olduğu Şekil 10 ve 11'den de görülmektedir (IFF, 2014a).

**Şekil 10. Enflasyon ve Kredi Büyümesi**



Kaynak: IFF (2014a)

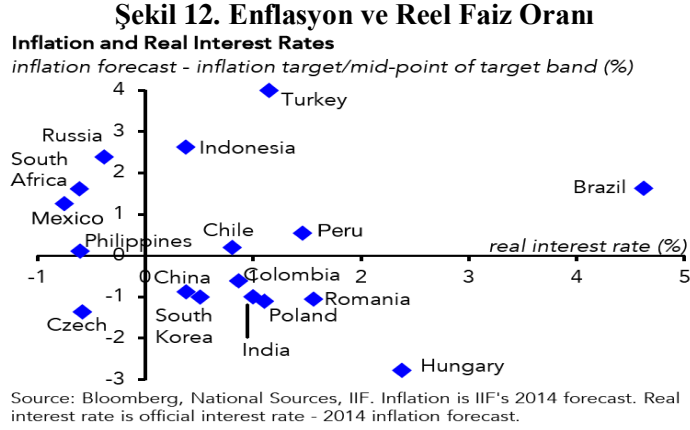
**Şekil 11. Enflasyon ve Faiz Oranları**



Kaynak: IFF (2014a)

Enflasyonist baskıların derecesi, ödemeler bilançosu kırılganlıkları (örneğin yüksek cari açık oranları) ve merkez bankası kredibilitesi gibi faktörler, ülkeler arasında politika tepkisinin farklılaşmasına yol açmıştır. Enflasyonun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ile döviz kurundaki artışı frenlemek, politikanın güvenilirliğini artırmak ve dış finansman sağlamak adına karşılaşılan güçlükleri ortadan kaldırabilmek için Brezilya, Hindistan ve Endonezya faiz oranlarını artırmıştır. Buna karşın Türkiye gibi, bazı ülkeler sıkılaştırma politikasındaki gecikmeler nedeniyle yüksek oranlarda ülke paralarının değer kayıplarına maruz kalmışlardır. Cari açığın, doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli yabancı yatırımlar ile fonlanması ülkenin yerli parasının, bu zamana kadar fon girişlerinin arttığı zamanlarda, olması gerekenin üzerinde değerlendirilmesine sebep olmuştur. Güney Afrika büyüme potansiyelini sekteye

uğratmamak adına başlangıçta faizi artırmazken, enflasyonist baskıların artması karşısında faiz oranlarını gecikmeli olarak da olsa artırmak zorunda kalmıştır. Buna karşılık enflasyonist baskıların düşük olduğu Şili ve Merkez Avrupa ülkeleri büyüme için faiz oranlarını düşürebilmişlerdir.



Kaynak: IFF (2014a)

Gelişen piyasa ekonomilerinde ortaya çıkan, özellikle Kırılgan Beşli'de daha belirgin olan, enflasyonist sürecin arkasında yatan en önemli unsur, FED'in izlediği para politikasındaki değişiklik ile sermaye çıkışlarının döviz kurları üzerinde yarattığı baskı olmuştur. Çünkü döviz kuru değişiklikleri para politikası aktarma mekanizmasında önemli rol oynamakta ve tüketici fiyatları üzerinde önemli etki oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerde enflasyonun hedefin üzerinde gerçekleşeceği beklentisi oluşmuşsa, reel faiz oranlarının en azından pozitif olması gerekmektedir. Bu açıdan, şekil 12'den de görüleceği üzere, Brezilya'nın Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye'den daha düşük enflasyon oranına sahip olmasının nedeni daha yüksek reel faiz politikası uygulamasının sonucudur (IFF, 2014a).

#### 4.4.Ekonometrik Yöntem

Çalışmada Kırılgan Beşli olarak adlandırılan ülkelerde cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini test etmede Hakkio ve Rush (1991) tarafından geliştirilerek, Husted (1992) tarafından ekonometrik olarak test edilebilir hale getirilen ve çalışmanın 2. kısmında yer alan dönemlerarası cari hesap modeli kullanılacaktır. Husted'ın (1992) geliştirdiği model, ülkelerin cari açığının sürdürülebilir olup olmadığının tahmin edilmesi açısından basit ve pratik bir yaklaşımdır. Husted'ın (1992) modeli dönemlerarası bütçe kısıtından yola çıkılarak ulaşılmış bir sonuçtur. Husted küçük açık

bir ekonomi düşünmüştür. Söz konusu ekonomide devlet müdahalesi olmayan, ekonominin borç alıp vermesi için dünya faiz oranının geçerli olduğu bir kısıtlama ve ayrıca iki dönemli tek mal ticaretinin olduğu varsayılmaktadır. Model uluslararası piyasalarda serbestçe borç alıp verebilen bir bireyin, cari dönem bütçe kısıtından türetilmiştir.

Çalışmada temel olarak cari işlemler açığının sürdürülemez olduğu sıfır hipotezinin, cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğu alternatif hipotezine karşı sınanması amaçlanmıştır. Kırılgan Beşli ülkelerini kırılganlık yönünden karşılaştırmak adına literatürde kullanılan göstergeler de göz önüne alınarak cari işlemler dengesi açıkları kırılganlık göstergesi olarak belirlenmiştir. Söz konusu gösterge belirlenirken çalışmalardaki kullanım sıklığı yanında Kırılgan Beşli'nin kırılganlığını yansıtır ve diğer ülkelerle karşılaştırma potansiyeli yüksek olan gösterge olmasına dikkat edilmiştir. Bunun sonucunda makroekonomik kırılganlığı belirlemek üzere cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ye oranı, göstergesi seçilmiştir.

#### 4.5. Veri Seti

Cari işlemler dengesi, ülkelerin geleceğe yönelik karar alma sürecinde önde gelen göstergeleri arasında kritik bir role sahiptir. Bu nedenledir ki, bir ülkede makroekonomik istikrarın sağlanması açısından cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olması gerekmektedir. Bu çalışmada, Kırılgan Beşli (Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye) ülkeleri için kırılganlık göstergesi olarak belirlenen cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği dönemlerarası cari hesap modeli çerçevesinde sınanmaktadır. Bu amaçla doğrusal olmayan zaman serisi yaklaşımıyla cari açıkların sürdürülebilirlik testi yapılmaktadır. Böylece cari açıkların sürdürülebilirliği veya sürdürülemezliği ortaya konularak, dönemler arasındaki asimetrik ilişki analiz edilebilmektedir. Değişkenin birim kök içermemesine bağlı olarak, değişkenle doğrusal yaklaşımlar kullanılarak analizlerin yapılması için doğrusallığın geçerli olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmayı literatürde var olanlardan ayıran temel farklılık değişkene ait zaman serilerinin doğrusallık testlerinin yapılmış olması ve değişkenler arası ilişkinin doğrusal olup olmadığının tespit edilmesinden sonra analize geçilmesidir. Bu çalışma dönemlerarası cari hesap modelinin geçerliliğini doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan alternatif birim kök testleri ile sınayarak, bu beş ülkede cari açığın sürdürülebilir olup olmadığını ortaya koymaktır.

Analizde kullanılan ekonometrik modele uygun olarak seçilen cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı değişkenine ait veriler çeyrek yıllık verilerdir. Yeterli veri elde edilemediğinden veri aralığının başlangıcı Brezilya için 1995:1-2014:1, Endonezya için 1990:1-2014:1, Güney Afrika ve Türkiye için 1987:1-2014:1, Hindistan için 1996:1 2014:1 olarak belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan veriler [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (Organization for Economic Cooperation and Development) adresinden temin edilmiştir.

#### 4.5.1.Durağanlık (Birim Kök) Testleri

Çalışmada ekonometrik yöntem için zaman serisi metodolojisi uygulanacaktır. Çünkü zaman serilerinde, bilindik olağan en küçük kareler (OLS) yaklaşımı kullanılması halinde, ortalama ve varyansın çoğu ekonomik zaman serilerinde sabit olmadığı diğer bir ifade ile durağan yapının bulunmaması nedeniyle elde edilecek t, F,  $\chi^2$  vb. sınamalar geçersiz olacaktır. Ayrıca sahte regresyon problemi nedeniyle modelde katsayılar aşırı tahmin edilecek ve gerçek ilişkiden uzaklaşılacaktır. Bu nedenle çalışmada yer alan değişkenin analizi zaman serilerinin literatürüne uygun olarak gerçekleştirilmiştir.

Zaman serilerinin en önemli özelliklerinden biri durağan olma veya olmama durumudur. Bir zaman serisinin durağan olmaması, zaman serilerine ilişkin değişkenlerde trend bulunduğu, bu nedenle ilişkinin gerçek bir ilişkiden çok sahte bir ilişki olduğu anlamına gelebilir (Tarı, 2005: 380). Ancak seriler durağansa, bu seriler arasındaki ilişki yanıltıcı değildir ve güvenilir sonuçların elde edilmesini sağlayabilir. Bu nedenle, zaman serisi kullanılarak yapılan ekonometrik çalışmalarda, sonuçların güvenilirliğinin sağlanması için ilk olarak serilerin durağanlığı araştırılmaktadır. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ve güvenilir sonuçların elde edilebilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir.

Bir zaman serisinin, ortalaması ve varyansı zaman içerisinde değişmiyor ve iki zaman dilimi arasındaki kovaryansı hesaplandığı döneme göre değil de yalnızca iki zaman dilimi arasındaki uzaklığa bağlı kalıyor ise seri durağan bir seri olarak kabul edilir. Bununla beraber, durağan olmayan zaman serilerinin ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman içerisinde değişmektedir (Gujarati, 1999: 713). Serilerin durağanlığı halinde, t ve m dönemleri için k gecikmesi ile serilerin ortalaması  $\mu_y = E(Y_t)$

olduğunda serilerin varyansı ve kovaryansı aşağıdaki denklemlerde ifade edilen eşitliği sağlamaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007: 58).

$$\text{Var}(Y_t) = \sigma_Y^2 = E[(Y_t - \mu_Y)^2] = E[(Y_{t+m} - \mu_Y)^2] \quad (4.1)$$

$$\text{Cov}(Y_t, Y_{t+k}) = \text{Cov}(Y_{t+m}, Y_{t+k+m}) \quad (4.2)$$

$$E[(Y_t - \mu_Y)(Y_{t+k} - \mu_Y)] = E[(Y_{t+m} - \mu_Y)(Y_{t+k+m} - \mu_Y)] \quad (4.3)$$

Değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa, ilişki gerçeklikten uzaklaşır ve yanıltıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir. Böyle bir durumda, değişkenler arasındaki bu sahte ilişkiden kaçınmak için serilerin durağanlığının sağlanması, hipotez testlerinin, gerçekçi sonuçlar ortaya koymasına katkı sağlayacaktır. Bu tip serilerin durağan hale getirilmesi için farklarının alınması gerekmektedir. Serilerin durağan hale gelmesiyle kalıcı şokların etkisi giderilmiş olmaktadır (Tarı, 2005: 394-395).

Zaman serilerinde durağanlığı araştırmak için çeşitli birim kök testleri geliştirilmiştir. Cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliğinin analizinde literatürde, son zamanlarda sıklıkla kullanılan makroekonomik değişkenlere uygulanan doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayalı birim kök testleri kullanılmaktadır. Çünkü bu testler, hem kullanılan serilerdeki düzgün yapısal kırılmaların olup olmadığını ortaya koymakta hem de geleneksel birim kök testlerine göre daha güçlü ve hassas sonuçlar üretmektedir. Dolayısıyla, çalışmanın bu bölümünde Kırılğan Beşli olarak adlandırılan ülkelerin cari işlemler dengesi açığının sürdürülebilirliği analizi için üç aşama takip edilerek sonuçlar yorumlanacaktır. İlk olarak çalışmada kullanılan serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenebilmesi için Genişletilmiş Dickey–Fuller (Augmented Dickey–Fuller, ADF) birim kök testi uygulanacaktır. Daha sonra seriler için doğrusallık testi, Kapetanios vd. (2003) tarafından geliştirilen ESTAR (Exponential Smooth Transition Auto–regressive) Modeline dayalı KSS testi ve Sollis (2009) tarafından geliştirilen LSTAR ve ESTAR modellerinin kombinasyonundan oluşan AESTAR (Asymetric Exponential Smooth Transition Auto–regressive) modeline dayalı birim kök testleri kullanılacaktır. Takip eden kısımda, analizde kullanılacak olan testler açıklanacaktır.

#### **4.5.1.1.Genişletilmiş Dickey–Fuller (ADF) Birim Kök Testi**

Zaman serilerindeki durağanlık sorunsalı korelogram veya birim kök testleriyle analiz edilmektedir. Literatürde çeşitli birim kök testleri bulunmakla beraber, en çok

kullanılan testler; Dickey–Fuller (DF), Genişletilmiş Dickey–Fuller (ADF) ve Phillips Perron (PP) birim kök testleridir. Bu çalışmada değişkene ait verilerin durağanlığını tespit etmek için ADF birim kök testi kullanılacağından, bu test hakkında bilgi verildikten sonra, verilerin durağanlık testi bu yöntemle göre yapılacaktır.

Dickey ve Fuller (1979, 1981) Monte – Carlo simülasyon çalışmalarına dayanarak, sıfır hipotezi altında zaman serisinin oluşum sürecinde birim kökün varlığını hesapladıkları t istatistikleri için tabloştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda t-istatistiği ile yapılan sınamada standart t-tablosu yerine düzeltilmiş t-tablosunu kullanmışlardır. Düzeltilmiş bu tabloya Dickey – Fuller  $\tau$  (tau) tablosu adı verilmiştir. Bu durum literatürde  $\tau$  (tau) istatistiği veya testi ya da Dickey – Fuller testi olarak geçmektedir. Ayrıca Dickey–Fuller yaptıkları simülasyonlar yardımı ile t testlerinin Box–Pierce Portmanteau testlerine (Q testlerine) göre daha güçlü olduğunu ortaya koymuşlardır. ADF birim kök testi, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin, bağımsız değişken olarak modele dâhil edildiği bir yöntemi ifade etmektedir. Zaman serisinin gecikmeli değerinin kullanılmasıyla, hata terimlerinin sahip olduğu otokorelasyonun ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007: 323).

Modele ait gecikme sayısı belirlenirken Akaike ve Schwarz bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. Bu çalışmada gecikme sayısının belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri (AIC) tercih edilmiştir. ADF testinde önerilen sabitsiz, sabitli-trendsiz ve sabitli-trendli modeller aşağıdaki denklemlerle gösterilmektedir.

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=z}^m \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=z}^m \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (4.5)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=z}^m \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (4.6)$$

Bu denklemlerdeki,  $\Delta Y_t$  durağan olup olmadığı test edilen değişkenin birinci farkını,  $\alpha$  sabit terimi, t eğilim değişkeni (trend),  $\Delta Y_{t-i}$  gecikmeli fark terimlerini, m gecikme sayısını ve  $\varepsilon_t$  modelin hata terimini ifade etmektedir. ADF birim kök testi, yukarıdaki denklemlerde  $\gamma$  katsayısının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığını analiz etmektedir. Bu analiz, ADF test istatistiğinin mutlak değer içerisinde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde  $H_0: \gamma = 0$  hipotezi ele alınarak serinin durağan olmadığını ve birim köke sahip olduğunu,  $H_1: \gamma \neq 0$  alternatif hipotezi ise ele alınarak serinin durağan olduğunu ve birim köke sahip olmadığını savunmaktadır.



Eğer hesaplanan ADF test istatistiğinin mutlak değeri, kritik değerin mutlak değerinden büyükse  $H_0$  hipotezi reddedilir,  $H_1$  hipotezi kabul edilir ve serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır.  $H_0$  hipotezi kabul edildiği takdirde ise seri durağan değildir.

#### 4.5.1.2. Doğrusallık Testi

Nelson ve Plosser (1982), birçok makroekonomik değişkenin, örneğin; tüketim, yatırım, fiyat düzeyi, gelir ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi, birim kök içerdiğini ve doğrusal olmayan davranışlar sergileyebileceğini belirtmişlerdir. Buradan hareketle birçok araştırmacı doğrusal olmayan birim kök testlerini kullanmaya başlamıştır. Doğrusal olmayan birim kök testleri hem küçük örneklem performansı ve hem de serilerde var olan yapısal kırılmaların ortaya konması bakımından önemlidir (Leybourne vd., 1998: 88, Kapetanios vd., 2003: 369, Sollis, 2004: 412, Sollis, 2009: 121). Ancak çalışmalarda doğrusal olmayan birim kök testlerinin kullanılabilmesi için öncelikle serilerin doğrusallık testlerine tabi tutulmaları gerekmektedir (Luukkonen vd., 1988: 492). Bu konuda kullanılan yaygın testlerden biri, Luukkonen vd. tarafından geliştirilen doğrusallık testidir. Doğrusallık hipotezinin reddedilemediği serilerin örneklemden çıkarılması en önemli ayrıntıdır. Doğrusallık testi aşağıdaki denklem tahmin edilerek yapılmaktadır.

$$z_t = \theta_0 + \left[ \sum_{k=1}^p (\theta_{1k} z_{t-k} + \theta_{2k} z_{t-k} z_{t-d} + \theta_{3k} z_{t-k} z_{t-d}^2) \right] + \theta_4 z_{t-d}^3 + \varepsilon_t \quad (4.7)$$

Burada  $z_t = y_{it} - \text{average}$  ve kurulacak doğrusallık hipotezi:

$$H_0 : \theta_{2k} = \theta_{3k} = \theta_4 = 0 \quad (4.8)$$

B biçiminde olup F-istatistiği hesaplanarak alternatif hipoteze karşı test yapılır. Optimal otoregresif gecikme uzunluğu  $k$  ve optimal bozucu (delay) terim  $d$  örneklem verilerine bağlı olarak seçilmekte ve F-istatistiğini maksimize eden değerler seçilmektedir. Uygulamada  $k \in \{1, \dots, 4\}$  ve  $d \in \{1, \dots, 4\}$  olacak şekilde seçilmektedir (Chong vd., 2008: 337).

#### 4.5.1.3. Kapetanios, Snell, Shin (KSS) Doğrusal Olmayan Birim Kök Testi

KSS (2003), doğrusal olmayan zaman serilerinde durağanlığın araştırılmasında, üstel düzgün geçişli oto-regresif modele (ESTAR) dayanan bir test ileri sürmüştür. Bu test, doğrusal zaman serisi tekniğine dayanan birim kök testlerinin durağanlığı reddetmeleri halinde, global olarak durağanlığı ortaya koyması bakımından önemlidir.  $y_t$  serisi veri iken ESTAR süreci:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} [1 - \exp(-\theta y_{t-1}^2)] + \varepsilon_t \quad (4.9)$$

denklemleri ile ifade edilmektedir. Burada  $y_t$ , ilgilenilen makroekonomik değişkenin veri üretim sürecine göre; ham veri, ortalamadan çıkarılmış veri ya da trendden arındırılmış veri olabilir.  $\varepsilon_t$ , normal dağılıma sahip, sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı hata terimidir. Bununla birlikte  $\theta \geq 0$ , geçiş sürecini temsil eden, ESTAR modelinin geçiş parametresi olarak bilinir. Bu test sürecinin boşluk hipotezi;  $H_0: \theta = 0$  ve alternatif hipotezi de;  $H_1: \theta > 0$  biçimindedir. Bununla birlikte,  $\gamma$  parametresini belirlemek mümkün olmadığı için, yukarıda tanımlanan boşluk hipotezini dolaysız bir biçimde test etmek kullanışlı değildir. Bu amaçla KSS, Taylor serisi yaklaşımına dayanarak (4.9) denklemini yeniden tanımlamışlardır. Elde ettikleri denklem aşağıdaki gibidir:

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1}^3 + \varepsilon_t \quad (4.10)$$

veya düzeltme terimi de eklenerek:

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1}^3 + \sum_{j=1}^p p_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (4.11)$$

biçiminde elde edilebilir. Bu test sürecinde, uygun veri üretim prosedürü kullanıldıktan sonra (4.11) denklemi tahmin edilir. Ardından (4.11) denklemi için hipotez testleri uygulanır. Test edilecek hipotezler;  $H_0: \delta = 0$  ve  $H_1: \delta < 0$  'dır. Hipotez testleri yapıldıktan sonra ilgilenilen parametre için t-istatistik değeri, KSS tarafından sunulan kritik tablo değeri ile karşılaştırılır. Boşluk hipotezinin reddedilmesi halinde serinin yumuşak yapısal kırılmalar ile durağan olduğuna karar verilir. Bu durumda, dönemlerarası cari hesap modeli geçerlidir. Dolayısıyla bu sonuç cari işlemler dengesinin sürdürülebilir olduğunu göstermektedir.

#### **4.5.1.4. Asimetrik Üstel Düzgün Geçişli Oto-regresif (AESTAR) Doğrusal Olmayan Birim Kök Testi**

Sollis (2009), ESTAR modelinin simetrik doğrusal olmayan birim kök sınamasına dayandığını ancak ESTAR sürecinde asimetrik davranışların da bulunabileceği varsayımından hareketle yeni bir doğrusal olmayan birim kök testi geliştirmiştir. AESTAR modeline dayanan birim kök test tekniğinde hem üstel düzgün geçiş fonksiyonu hem de lojistik düzgün geçiş fonksiyonu kullanılmaktadır. Geçiş değişkeni  $y_{t-1}$  ise:

$$\Delta y_t = G_t(\gamma_1, y_{t-1}) \left\{ S_t(\gamma_2, y_{t-1}) \rho_1 + (1 - S_t(\gamma_2, y_{t-1})) \rho_2 \right\} y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.12)$$

$$G_t(\gamma_1, y_{t-1}) = 1 - \exp(-\gamma_1 (y_{t-1}^2)), \gamma_1 \geq 0 \quad (4.13)$$

$$S_t(\gamma_2, y_{t-1}) = [1 + \exp(-\gamma_2 y_{t-1})]^{-1}, \gamma_2 \geq 0 \quad (4.14)$$

Burada hata terimi normal dağılıma sahiptir. Sıfır ortalama durumunda AESTAR modeli denklem (4.12) de  $H_0: \gamma_1 = 0$  boşluk hipotezi altında test edilir. Ancak, bu boşluk hipotezinde belirlenemeyen bazı parametreler  $(\gamma_2, \rho_1, \rho_2)$  vardır. Bu nedenle geleneksel yöntem kullanılamamaktadır. Bu nedenle KSS testine benzer bir yöntem kullanılarak yardımcı bir regresyon elde edilebilir. Birinci sıra Taylor yaklaşımını  $\gamma = 0$  etrafında yapılırsa, test için yardımcı regresyon kullanılabilir hale gelir. Sollis (2009) gerekli düzenlemeleri yaptıktan sonra tahmin edilecek denklem ve test edilecek hipotezleri aşağıdaki gibi tanımlamaktadır:

$$\Delta y_t = \beta_1 y_{t-1}^3 + \beta_2 y_{t-1}^4 + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.15)$$

Bu denklem, ham seri, ortalamadan çıkarılmış seri ve trendden arındırılmış seri için kullanılabilir. Hata terimi normal dağılımlıdır. Test edilecek hipotez,  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$  boşluk hipotezidir. Ayrıca bu denklem, kullanılan seri için ESTAR ve AESTAR modelleri arasında bir seçim yapmak için de kullanılabilir. Buna göre;  $H_0: \beta_2 = 0$  hipotezi reddedilemez ise seri için uygun model ESTAR, reddedilirse uygun model AESTAR'dır. Öte yandan serinin AESTAR davranışı göstermesi durumunda, test için kullanılacak F-istatistik tablo değerleri Sollis (2009) tarafından hazırlanmıştır.

Sollis (2009) tarafından geliştirilen AESTAR birim kök testi, doğrusal birim kök testleri ve doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan KSS testlerinden daha güçlü sonuçlar vermesi bakımından önemlidir. Ayrıca KSS testi, simetri varsayımına dayanırken AESTAR testinde asimetri durumu da dikkate alınmaktadır. Serilerin durağan olması, cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olması anlamına gelmektedir. Bu çalışmada kullanılan cari işlemler dengesi/GSYİH değişkeni için AESTAR durağanlık testinde boşluk hipotezinin reddedilmesi, uzun dönem cari hesap modelinin geçerli olduğunu ve cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olduğunu ortaya koymaktadır.

#### 4.5.2. Bulgular

Kırılgan Beşli ülkeleri için çeyrek yıllık cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı serileri kullanılarak cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilirliği hipotezinin doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayanan KSS ve AESTAR birim kök testleri kullanılarak incelendiği bu çalışmadan elde edilen bulgular şu şekilde gerçekleşmiştir.

**Tablo 7. Kırılğan Beşli Ülkeleri için ADF Birim Kök Testi Sonuçları**

Ülkeler	Sabitsiz ve Trendsiz	Sabitli ve Trendsiz	Sabitli ve Trendli
Brezilya	-1,0741	-1,4913	-1,3313
Endonezya	<b>-1,9841**</b>	-2,0008	-1,8664
Hindistan	-0,4734	-1,0382	-1,9329
Güney Afrika	-0,9011	-1,6172	<b>-3,2546*</b>
Türkiye	<b>-1,7197*</b>	-2,4311	<b>-4,1511***</b>

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* ifadeleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 7 incelendiğinde cari işlemler dengesi açıklarının Brezilya ve Hindistan dışındaki ülkeler için durağan olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle ADF testine göre, Endonezya’da cari açıklar %5 anlamlılık düzeyinde ortalamaya dönme eğiliminde, Güney Afrika’da %10 anlamlılık düzeyinde trend etrafında ortalamaya dönme eğiliminde, Türkiye’de ise %1 anlamlılık düzeyinde trend etrafında ortalamaya dönme eğilimindedir. Brezilya ve Hindistan için ise cari açıklar ortalamaya dönme eğiliminde değildir. Dolayısı ile ADF test sonuçları ele alınan örneklemdeki ülkelerde CA/GSYİH serilerinin sürdürülebilir olup olmadığı konusunda net bir bilgi sunamamaktadır. Çünkü serilerdeki yapısal kırılmaları belirleme konusunda ADF testi yetersiz kalmaktadır.

**Tablo 8. Kırılğan Beşli Ülkeleri için Doğrusallık Testi Sonuçları**

Ülkeler	F-Testi Sonuçları	Gecikme Uzunluğu	Bozucu (Delay) Terim
Brezilya	<b>6,8042**</b>	0	12
Endonezya	<b>8,0408***</b>	1	1
Hindistan	<b>11,2057***</b>	3	3
Güney Afrika	<b>14,6156***</b>	1	2
Türkiye	<b>15,3990***</b>	0	1

**Not:** \*\* ve \*\*\* ifadeleri sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine (AIC) göre belirlenmiştir.

Tablo 8’e göre Brezilya’da doğrusallık hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilirken, Hindistan, Türkiye, Güney Afrika ve Endonezya’da %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Bu sonuç, Kırılğan Beşli ülkelerinin tamamında CA/GSYİH serilerinin doğrusal olmadığını göstermektedir. Böylece uygulanan doğrusallık testinden hareketle, doğrusal olmayan zaman serisi tekniğine dayalı birim kök testlerinin kullanımının yolu açılmıştır.

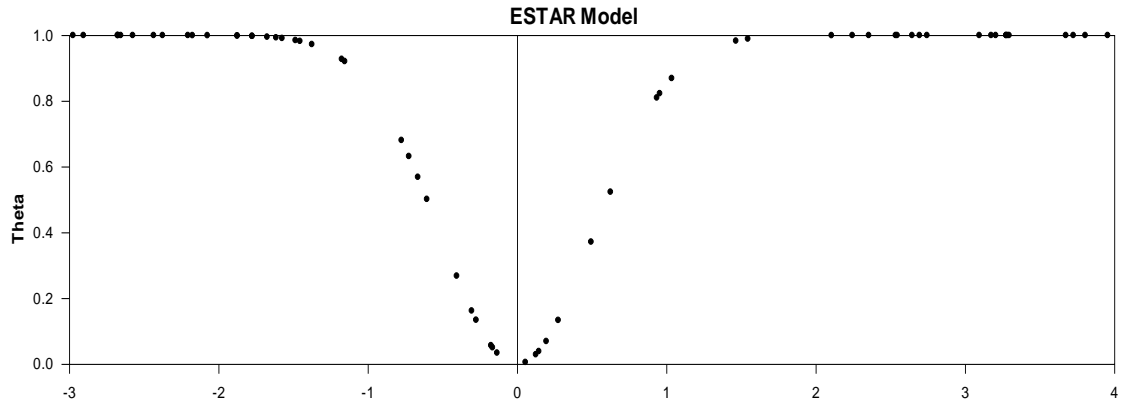
**Tablo 9. Kırılgan Beşli Ülkeleri için KSS Testi Sonuçları**

Ülkeler	t-İstatistiği	Gecikme Uzunluğu	Bozucu (Delay) Terim
Brezilya	-2,6084 (trendsiz)	0	12
Endonezya	-2,8356*(trendsiz)	1	1
Hindistan	-3,3475** (trendli)	3	3
Güney Afrika	-3,8230** (trendli)	1	2
Türkiye	-3,9241** (trendli)	0	1

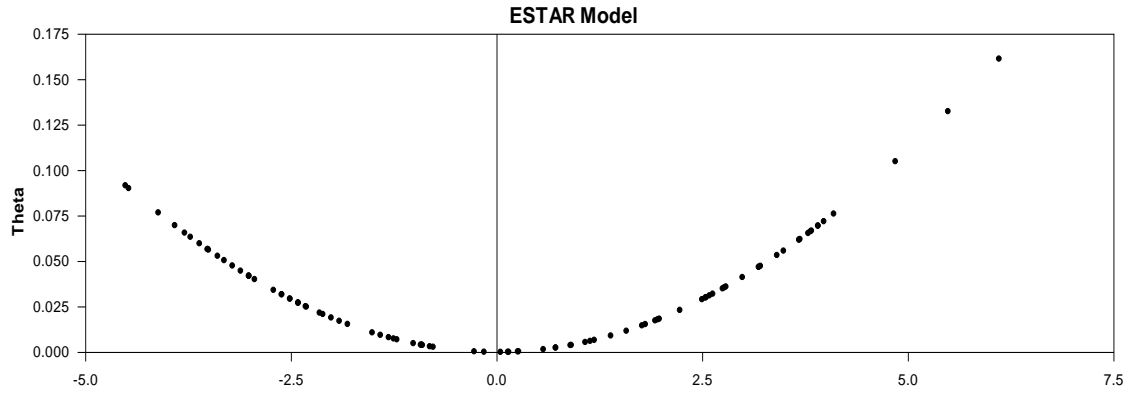
**Not:** \* ve \*\* ifadeleri sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Test istatistiği için kritik değerler Kapetanios vd. (2003)'den alınmaktadır.

Tablo 9 incelendiğinde, Kapetanios vd. (2003) tarafından geliştirilen KSS test istatistiği sonuçlarını göstermektedir. Literatürde oluşan yaygın kanıya uygun olarak burada cari açıkların sürdürülebilirliği hipotezi doğrusal olmayan zaman serisi tekniklerine dayanan birim kök testi ile araştırılmaktadır. Tabloya göre, ele alınan örneklem dönemlerinde Brezilya'da cari açık sürdürülebilir değildir. Endonezya'da %10 anlamlılık düzeyinde sürdürülebilirdir. Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika'da ise %5 anlamlılık düzeyinde cari açık sürdürülebilir görülmektedir. Gecikme uzunluğu AIC' ye göre belirlenmektedir.

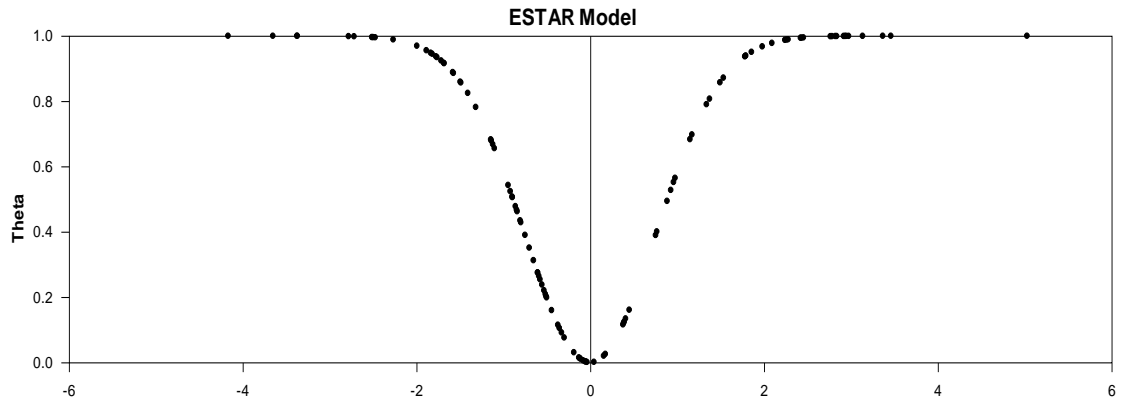
**Şekil 13. Brezilya için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



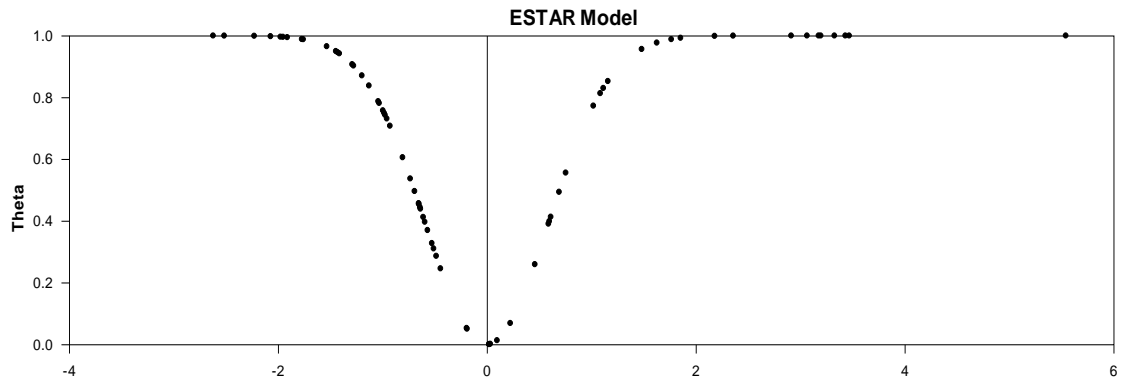
**Şekil 14. Endonezya için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



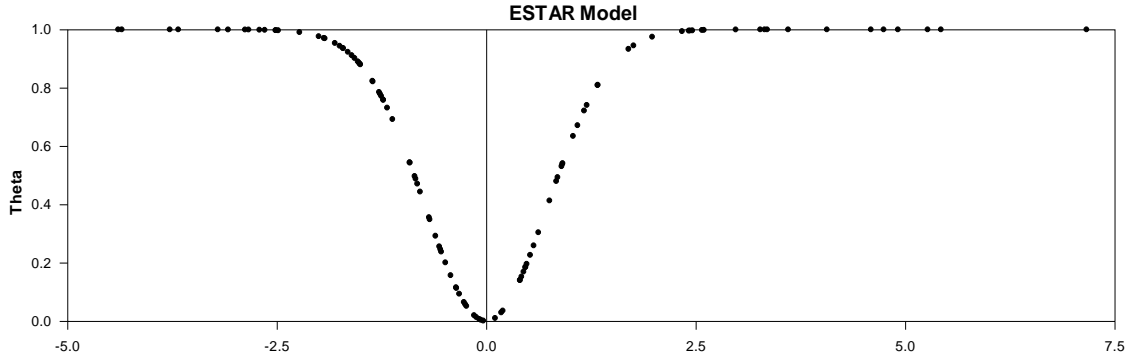
**Şekil 15. Güney Afrika için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



**Şekil 16. Hindistan için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



**Şekil 17. Türkiye için ESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



**Tablo 10. Kırılğan Beşli Ülkeleri için ESTAR ve AESTAR Arasındaki Model Seçimi**

Ülkeler	F-İstatistiği	SONUÇ
Brezilya	1,1372	ESTAR
Endonezya	0,0630	ESTAR
Hindistan	0,7022	ESTAR
Güney Afrika	0,7047	ESTAR
Türkiye	0,3494	ESTAR

Tablo 10 incelendiğinde kırılğan Beşli ülkelerinde CA/GSYİH serileri için durağanlık araştırması yapılırken üstel düzgün geçişli model (ESTAR) kullanımı uygun görünmektedir. Seriler global olarak durağandır. Bu sonuç, serilerde anlık olarak durağan olmama koşuluna karşın, global anlamda durağanlığın ve dolayısı ile sürdürülebilirliğin geçerli olduğunu göstermektedir. Geçiş değişkeninin orijin etrafında grafiğinin verildiği yukarıdaki şekil 13, 14, 15, 16 ve 17 Kırılğan Beşli ülkelerinde KSS testinin grafiksel görünümünü vermekte ve elde edilen bulguların teori ile örtüştüğünü göstermektedir. Üstel düzgün geçişli model (ESTAR) fonksiyonunun geçiş değişkeni tüm ülkeler için orijin etrafında U biçimli seyir izlemektedir.

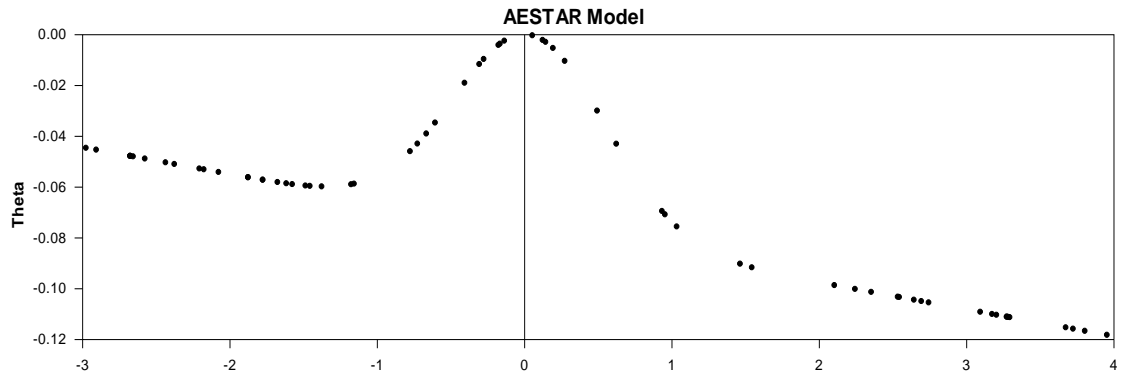
**Tablo 11. Kırılğan Beşli Ülkeleri için AESTAR Sonuçları**

Ülkeler	F-İstatistiği	Gecikme Uzunluğu	Bozucu (Delay) Terim
Brezilya	3,9780 (trendsiz)	0	12
Endonezya	4,0114*(trendsiz)	1	1
Hindistan	5,6365* (trendli)	3	2
Güney Afrika	4,2627 (trendli)	1	2
Türkiye	7,8274** (trendli)	0	1

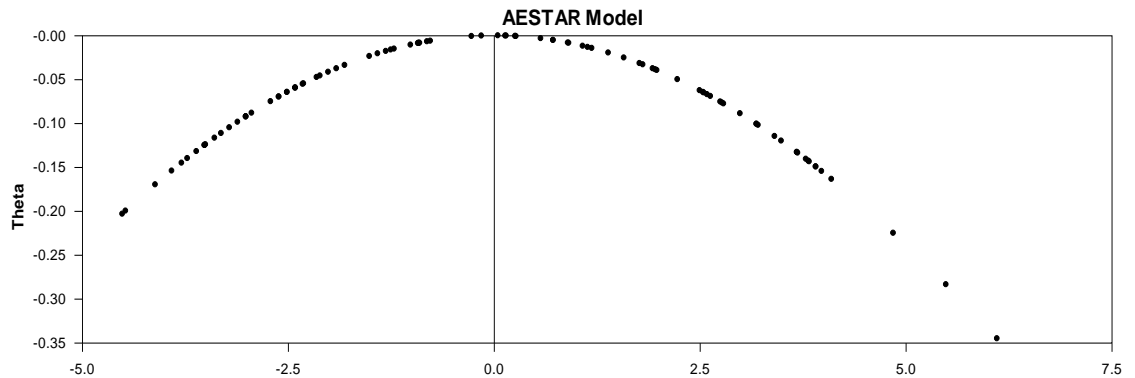
**Not:** \* ve \*\*ifadeleri sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Test istatistiği için kritik değerler Sollis (2009)'dan alınmaktadır.

Tablo 11, Sollis (2009) tarafından geliştirilen AESTAR (Asimetrik üstel düzgün geçişli oto-regresif model) test sonuçlarını göstermektedir. Bu sonuçlara göre, ele alınan örneklem döneminde CA/GSYİH değişkeni, Brezilya ve Güney Afrika ülkeleri için hiçbir anlamlılık düzeyinde durağan değildir. Endonezya ve Hindistan için %10 anlamlılık düzeyinde durağandır. Türkiye için ise %5 anlamlılık düzeyinde durağandır. Serilerde simetrik ve asimetrik etkilerin varlığına izin veren AESTAR testi Brezilya ve Güney Afrika’da cari açıkla sürdürülebilirliği hipotezinin geçerli olmadığını göstermektedir. Geri kalan ülkelerde (Endonezya, Hindistan, Türkiye) ise cari açıkla sürdürülebilirliği hipotezi geçerlidir. CA/GSYİH serilerinin durağan olduğu Türkiye, Hindistan ve Endonezya’da merkez bankalarının uygulayacakları para politikalarının başarıya ulaşma şansının yüksek olduğu söylenebilir. Bu ülkelerde merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi rejimine dayalı bir para politikası stratejisi benimsedikleri düşünülürse, bu politikanın cari açık baskısı olmadan bağımsızca yürütülebileceği söylenebilir.

**Şekil 18. Brezilya için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**

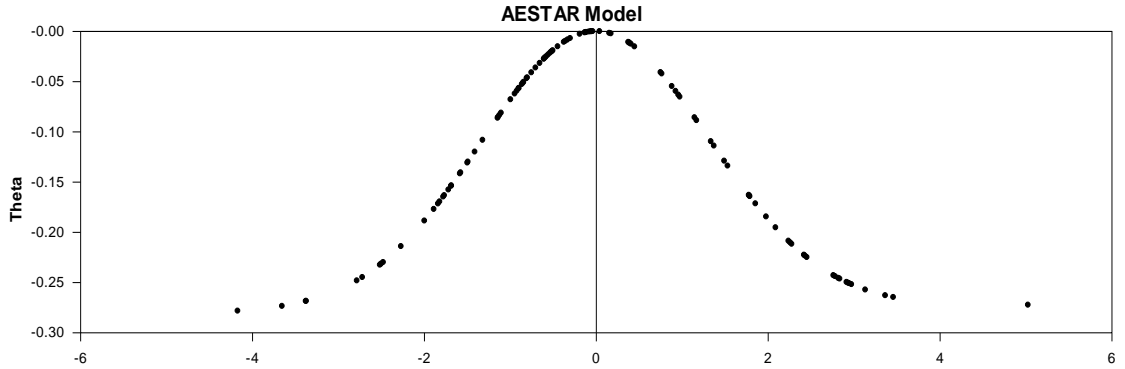


**Şekil 19. Endonezya için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**

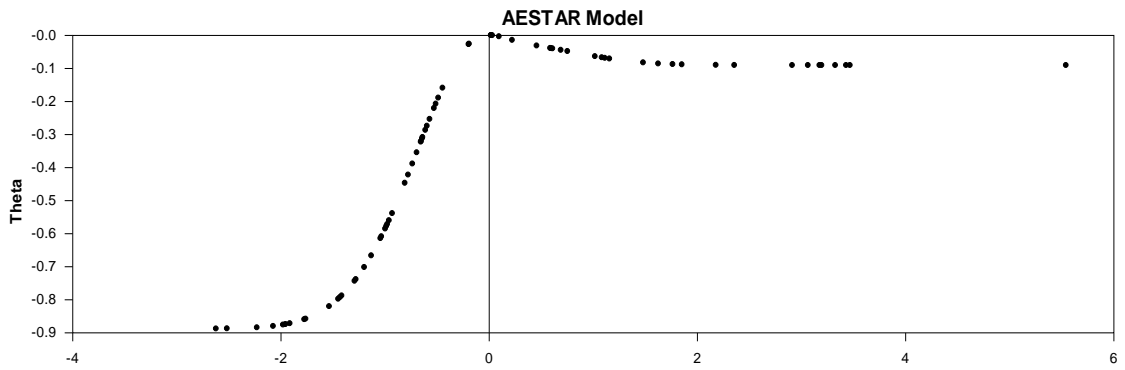




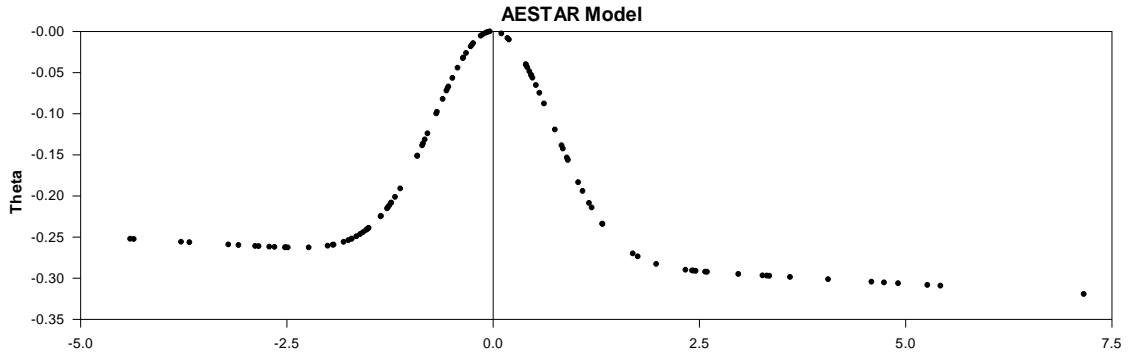
**Şekil 20. Güney Afrika için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



**Şekil 21. Hindistan için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



**Şekil 22. Türkiye için AESTAR fonksiyonunun geçiş değişkeni etrafındaki dağılım fonksiyonu:**



Şekil 18, 19, 20, 21 ve 22 Kırılğan Beşli ülkelerinde geçiş değişkeninin orijin etrafında asimetrik ve asimetrik olmayan bir davranış sergilediğini göstermekte ve durağanlık lehinde sunulan kanıtların teori ile örtüştüğünü göstermektedir. Asimetrik düzgün geçişli model (AESTAR) fonksiyonunun geçiş değişkeni her ülke için orijin etrafında farklı bir seyir izlemektedir. Bu durumda Brezilya ve Endonezya için zayıf formda asimetrik, Hindistan için kuvvetli formda asimetrik, Güney Afrika ve Türkiye için simetrik olduğu yukarıdaki şekillere bakılarak ifade edilebilir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Makroekonomik politikalarda temel amaç iç ve dış dengenin birlikte sağlanmasıdır. İç denge reel milli gelirin potansiyel seviyesine yaklaşması, enflasyon ve işsizlik oranının düşük ve istikrarlı olması şeklinde tanımlanırken, dış denge genellikle cari dengenin sürdürülebilirliği ile ifade edilmektedir. Hem boyutu hem de sürekliliği ile cari işlemler hesabı bir ekonominin performansını değerlendirmede önemli bir kriter haline gelmiştir. Tasarruf-yatırım, gelir harcama dengesizliği sonucu oluşan cari açıklar, sermayenin önündeki engeller kaldırıldıkça yabancı sermaye ile finanse edilir olmuştur. Ayrıca cari açıklar, yüksek reel faiz ile ucuz sermaye sağlayan gelişmekte olan ülkelere para akımı olmasına neden olur, yani gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayenin uğrak yeri konumuna gelir. Birçok gelişmekte olan ülke, sürdürülebilirliğe katkı sağlamak amacıyla, cari açıklarını yabancı sermaye ile finanse etmeye çalışır. Bununla beraber, ucuzlayan döviz ile insanlar ve firmalar ithalata yönelmekte, üretmek yerine dışarıdan satın almayı tercih etmektedirler.

Literatürde, cari işlemler dengesi bir ülkenin ekonomik performansının değerlendirilmesinde ve henüz karşılaşılmamış makroekonomik krizlere ilişkin önemli bilgiler içermesi bakımından öncü bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizlerin anlaşılmasında, cari işlemler açığının sürdürülebilirliğinin analiz edilmesini gerektirmiştir. Cari açığın sürdürülebilirliğinin temel göstergesi, dış finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesidir. Cari açığın sürdürülebilirliği, ithalatın reel GSYİH artışıyla karşılaştırılabilir bir düzeyde artması, uluslararası ödeme akımlarının ve brüt içsel rezervlerin azalmaması şeklindeki koşullara karşılık gelmekte ve cari açığın finansman kaynaklarının sürdürülebilirliğini göstermektedir.

Cari işlemler açıklarının sürdürülebilir olup olmadığına yönelik tartışmalar, 1980’li yılların sonrasında yaşanan ekonomik koşullardan hareketle hız kazanmıştır. Cari işlemler hesabı, hem ilgili ülkenin makroekonomik performansını hem de ekonomik ilişki içinde olduğu diğer ülkelerin makroekonomik değişkenlerini etkileyen önemli sorunlardan biri haline gelmiştir. 1980 sonrası liberal politikaların yaygınlık kazanması sonucu artan dışa açılma süreci, özellikle gelişmekte olan ülkeleri büyük dış açıklarla karşı karşıya bırakmıştır. Cari işlem açıklarının sermaye hareketleri ile finanse edilmesi ve sermaye hareketlerinin de değişkenliğinin çok yüksek olması, gelişen

lkeler açısından ciddi sıkıntılara yol açabilmektedir. Uzun vadeli sermaye girişleriyle finanse edilen cari açık büyüklüğü, tek başına, kaygı kaynağı olabilecek bir gösterge olmayabilir. Ancak kısa vadeli sermaye girişleriyle finanse edilen bir cari açık, taşıdığı ani sermaye çıkışı riski nedeniyle srdrlemezdir.

Küresel kriz ve sonrasındaki gelişmeler, özellikle de FED'in tahvil alım programında azaltmaya gitmesiyle başlayan süreçte, gelişen ekonomilerin dış finansmanlarında daralma olmuştur. Bununla birlikte ulusal para birimleri en fazla değer kaybeden ekonomiler gelişmekte olan ülkeler olmuştur. Yükselen piyasa ekonomilerinde cari açık ile ilgili asıl sorun açığın ne düzeyde olduğundan çok bu açığın ekonomide oluşturduğu temel kırılganlıklardır.

Kırılganlık konusu, genellikle bir ülkeye yönelik sermaye akımlarının azalması ya da durması halinde, o ülkenin alternatif finansman kaynakları bulup bulamayacağı sorusunun cevabını aramaktadır. Alternatif finansman imknlarına erişim ile dışa açıklık arasında açık bir bağ vardır. Düşük — orta düzeyde kişi başi gelire sahip yükselen piyasa ekonomileri, gelirlerini arttırmak ve gelir dağılımı sorunlarını çözmek için uzun dönemli plan ve reformlar yapmaya ve mali piyasalarını uluslararası finansal sermaye piyasasına amaya yönelmektedirler. Kırılgan Beşli olarak ifade edilen ülkelerin yüksek düzeyde dış açığa sahip olması, ekonomilerin şoklara ve krizlere karşi kırılganlığını artıran bir unsurdur. Dış açığa dayalı büyüme modeli, Kırılgan Beşli lkelerinin ekonomisinin dünyadaki finansal değişimlerin aşırı etkisinde kalmasına yol atığından kırılganlıkları artmaktadır. Bu noktada, kısa vadeli sermaye akımlarına bağlılığı ve büyüme-enflasyon-cari açık arasındaki ödünleşmeyi (er, 2013: 4-5) yenen bir Kırılgan Beşli, kırılganlığın daha alt seviyelerde seyrettiği bir ülke olacaktır. Yüksek enflasyon, özellikle finansal kırılganlığı olan Kırılgan Beşli için tehlike arz edebilir. Bu noktada, enflasyonun düşürülmesi ve yapısal reformlarla da i tasarrufların artırılması hedeflenmelidir. Yani, Kırılgan Beşlinin ekonomik dengesizlikleri düzeltmeye yönelik makroekonomik politikaları devreye koyması ve yapısal reformları bu bağlamda ele alması, kırılganlık riskini azaltması açısından önemlidir. Ayrıca, hükümetin para politikasını siyasi amaçlar için kullanması, risk algılamasını yükselterek kırılganlığı artırdığından, merkez bankasının siyasetin önceliklerini göz ardı ederek karar vermesi kırılganlık riskini azaltabilir.

Bu çalışmanın temel amacı, Kırılgan Beşli ülkelerinin izlediği ekonomi politikaları ile makroekonomik performanslarında başarılı mı yoksa başarısız mı olduğu tartışmasına, akademik bir perspektiften bakarak bir durum tespiti yapmaktır. Bu çalışmada son yıllarda çok tartışılan cari açık sorununun sürdürülebilirliği incelenmiştir.

Cari işlemler dengesine dönemlerarası yaklaşım, son yıllarda literatürde cari açıkların sürdürülebilirliğini test etmede çok sık kullanılan bir yöntemdir. Dönemlerarası yaklaşıma göre cari denge, reel iş çevrimlerinde yer alan üretim, yatırım ve kamu harcamaları gibi değişkenlere yönelik beklentiler doğrultusunda alınan optimal dinamik tasarruf ve yatırım kararlarının bir sonucudur. Cari işlemlerin rolü geçici olduğu düşünülen verimlilik veya talep şoklarına karşı, tüketim uyumlaştırması için, tampon görevi görmektir.

Bu çalışmada Kırılgan Beşli ülkelerinde dönemlerarası cari hesap modeli çerçevesinde cari işlemler hesabının sürdürülebilirliği incelenmiştir. Literatürdeki yaygın kanı, makroekonomik verilere ait zaman serilerinin durağan olmadığı ve bu serilerin durağanlığı araştırılırken doğrusal olmayan birim kök testlerinin kullanımının uygun olacağı biçimindedir. Bu düşünceden hareketle CA/GSYİH serileri KSS ve AESTAR birim kök testleri ile durağanlık sınamasına tabi tutulmaktadır. Literatürde cari açığı konu alan çok sayıda çalışma bulunmaktadır ancak Kırılgan Beşli için ne yazık ki cari açığın sürdürülebilirliği açısından literatür çok geniş değildir. Bu nedenle yapılmış diğer çalışmalarla, araştırmada elde edilen bulguların karşılaştırılması güç olmaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgular aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Brezilya için 1995:1-2014:1, Endonezya için 1990:1-2014:1, Güney Afrika için 1987:1-2014:1, Hindistan için 1996:1-2014:1 ve Türkiye için 1987:1-2014:1 dönemlerinde KSS testi, Brezilya hariç tüm ülkeler için cari işlemler dengesi/GSYİH sürdürülebilirliği lehinde kanıtlar sunmaktadır. Ancak serilerin global olarak durağan olması tüm ülkeler için üstel düzgün geçişli modelin daha sağlıklı sonuç vermesi yönündedir. Aynı zamanda serilerde simetrik ve asimetrik etkilerin varlığına izin veren ESTAR ve AESTAR testi de bu sonucu doğrulamaktadır. Dolayısıyla ele alınan dönemlerde Brezilya için dönemlerarası cari hesap modeli geçersiz diğer ülkeler için dönemlerarası model geçerlidir. Sonuç olarak Brezilya'da cari işlemler dengesi/GSYİH sürdürülebilir değildir ve birim kök içermektedir. Endonezya, Hindistan, Güney Afrika

ve Türkiye’de ise cari işlemler dengesi sürdürülebilir niteliktedir ve birim kök içermemektedir.

1970’li yıllardan sonra para politikasının içselleşmesi ve ekonomilerdeki asıl sorunun fiyat istikrarı olması, kurala dayalı politika anlayışının benimsenmesini zorunlu kılmıştır. Günümüzde Kırılgan Beşli ülkeleri dahil birçok ülkede popüler hale gelen enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankalarının bağımsız bir para politikası uygulayabilmesine olanak tanımaktadır. Bu açıdan bakıldığında cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülebilir olması merkez bankalarının politika uygulamalarında rahat davranmasını sağlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin, diğer rejimlere kıyasla önemli avantajlar getirmesine karşın, bu rejimin de kendine has zorlukları bulunmaktadır. Bütün zorluklara rağmen, enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelere makroekonomik performansı iyileştirdiği görülmektedir. Ancak Brezilya’da merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemesine rağmen hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki tutarsızlık izlenen bu rejimi başarısız kılmaktadır. Çalışmada elde edilen bulgular ışığında cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülemez olması da rejimin başarısızlığını doğrulamaktadır. Brezilya’da cari işlemler dengesi açıklarının sürdürülemez olması politika yapıcılarının iktisat politikalarını oluştururken ve uygularken önceliğinin fiyat ve dış dengenin istikrarı olması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca elde edilen bulgulara göre cari açıkların sürdürülebilir olduğu Hindistan ise yakalamış olduğu bu istikrarı devam ettirebilmek için 2016 yılında enflasyon hedeflemesine geçmeyi planlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimindeki en temel makroekonomik sorunsal cari işlemler açığının artmasını tetikleyen faktörleri içinde barındırmasıdır. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde yer alan ve enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ekonomilerde cari işlemler açığı sürekli olarak artmıştır. Burada, uygulanan ekonomik modelin önemli bir faktör olduğu söylenebilir. Çünkü enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikasının fiyat istikrarı amacına yönlendirilmiş olması, döviz kurunun politika belirlenme sürecine açıkça dahil edilmemesi sonucunu doğurur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin katı biçimde yorumlanıyor olması, döviz kurundaki aşırı değerlenmelerin yarattığı cari açık problemine para politikası aracılığıyla çözüm getirme olanağını da ortadan kaldırmaktadır. Döviz kurunun denge değerinin üzerinde

değerlenmiş olmasının uzun vadede cari açığın sürdürülebilirliği konusunda yaratabileceği sıkıntılar dikkate alındığında, para politikası oluşum sürecinin döviz kurundaki gelişmeleri ve cari işlemler hesabına yansımalarını dikkate alacak şekilde yeniden formülasyonunun bir zorunluluk haline geldiği söylenebilir. Para politikasının kısa dönemde dış dengeyi sağlayıcı yönde kullanılabileceği söylenebilir. Bununla birlikte, cari açık problemine uzun vadeli bir çözüm getirilebilmesi için yapısal nitelikte politikaların izlenmesi gerektiği de açıktır (Özgür vd., 2009: 84).

Yukarıdaki açıklamaların para politikası dizaynı açısından ortaya koyduğu temel sonuç, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsendiği yükselen piyasa ekonomilerinde enflasyon dışındaki önemli ekonomik problemlerin de para politikası çerçevesinde dikkate alınması gerektiği şeklinde ortaya konulabilir. Başka bir deyişle, sermayenin en azından yasal olarak serbest olduğu küçük ve dışa açık ekonomilerde ekonomik politika önceliklerinin ekonominin gerekleri ışığında ayarlanabilir olması daha istenilir sonuçlar yaratabilecektir.

Bu çerçevede, cari açığın artmasını önlemeye yönelik politikaların uygulanması zorunluluk arz etmektedir. Açığı kapatmak için kısa vadeli yatırım yerine sabit uzun vadeli yabancı yatırımların ülkeye gelmesi daha fazla özendirilmelidir. Böylece sıcak paranın yol açtığı risklere karşı koruma sağlanmış olacaktır. Kırılgan Beşli'nin cari açık sorunuyla mücadele edebilmesi için yüksek ve istikrarsız ekonomik büyüme yerine sürdürülebilir ve istikrarlı bir ekonomik büyüme hızı kazanmasının yanında döviz kurunun düşmesine sebep olan sıcak para akımlarını kontrol edici politikalar uygulaması gerektiği söylenebilir. Kırılgan Beşli ülkelerinin yüksek faiz oranı uygulaması yabancı paranın değerini düşürmesi, ulusal paranın değerini yükselterek ithalatı arttırırken ihracatı azaltarak cari açığı arttırmaktadır. Yani yüksek faiz — düşük kur politikası nedeniyle yabancı paranın değerinin ucuzlamasının ithalatı arttırarak döviz giderlerinin döviz gelirlerini aşmasına (cari açığa) neden olur. Yüksek faiz oranları cari açığı arttırdığı için merkez bankalarının fiyat istikrarını bozması pahasına faiz indirimine gidebilmesi; bunun sonucu olarak ithalatın pahalı hale gelmesi, ihracatta rekabet gücünün artırılması ve kur artışına zemin hazırlanması gerekmektedir. Faiz oranlarının düşürülmesi ulusal paranın değerinin düşmesine ve yabancı paranın değerinin artmasına neden olarak ithalatın kısılmasını ve ihracatın rekabet gücünün artmasını sağlayacak ve cari açıkta bir düşüş yaşanabilecektir. Bu anlamda, döviz açığını kapatıp cari açığı sürdürülebilir kılacak yapısal önlemlerin alınması gerekmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekebilmek için yatırımcılar için güven ortamı sağlanmalı, siyasi ve ekonomik istikrar sürdürülmeli ve uygun yatırım ortamı sağlanmalıdır. Ülkeye doğrudan yabancı yatırım çekilmeye çalışılmalı, ülkede faaliyet gösteren yabancı yatırımcıların karlarını, kendi ülkelerine transfer etmek yerine, tekrar yurt içinde yatırıma dönüştürmeleri teşvik edilmelidir. Yurt içi üretimin ithalatın azaltılması amacıyla, sanayide kullanılan ithal ara girdilerin, rekabet koşulları altında, yurt içinde üretilmesini sağlayacak politikalar geliştirilmelidir. İhracat artışını sağlamak içinde sanayide araştırma geliştirme faaliyetlerinin yaygınlaştırılması sağlanarak özellikle ileri teknoloji ürünlerinin yurt içinde üretilmesinin desteklenmesine yönelik çalışmalar yapılmalıdır. İç talebe bağlı yüksek oranlı büyüme ve aşırı değerli yerli paradan kaynaklanan cari açık, sağlam büyüme temellerine dayalı yeni yapısal değişim politikalarıyla giderilmeye çalışılmalıdır. Cari işlemler dengesi için, açığın sürdürülebilir bir yapıda gelişmesi ve sağlıklı kaynaklarla finanse edilebilmesini sağlayacak yapısal önlemler alınmalıdır. Yeni sanayi ve uluslararası rekabet politikaları ile sanayinin rekabet gücü geliştirilmelidir. Oluşturulması gereken yeni rekabet stratejisi çerçevesinde üretim maliyetlerini düşürmeye yönelik önlemler alınmalı, verimlilik artışları korunmalı ve ihracatta katma değeri yüksek olan ürünlere yoğunlaşılmalıdır. Ürün çeşitlendirmesine gidilerek dış pazarlarda rekabet edebilecek potansiyele sahip, yüksek katma değerli, sermaye ve bilgi yoğun, yeni teknoloji özelliği olan ürünler geliştirilmelidir. Yurt içi üretimin ithalat bağımlılığının azaltılması amacıyla, sanayide kullanılan ithal ara girdilerin yurt içinde üretilmesini sağlayacak mekanizmalar geliştirilmelidir. Diğer taraftan makroekonomik istikrarın ve büyüme performansının sürdürülmesi, enflasyon oranının daha aşağıya çekilmesi ve cari işlemler açığının da kontrol altında tutulması amacıyla mali disiplin sağlanmalıdır.

## KAYNAKLAR

- Adedeji S. O., (2001). "The Size and Sustainability Nigerian Current Account Deficit", *IMF Working Paper*, WP/01/87.
- Akdiş, M., Peker, O. ve Görmüş, Ş., (2006). "Is The Turkish Current Account Deficit Sustainable? An Econometric Analysis", <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak22.htm> (16.01.2015).
- Ağaslan, E. ve Akçoraoğlu A. (2007). "Türkiye’de Cari İşlem Hesabının Boyutu ve Sürdürülebilirliği", <http://eisemp8.inonu.edu.tr/bildiri-pdf/agaslan-akcoraoglu.pdf> (20.02.2015).
- Andreosso B. and Callaghan O. (2007). "Analysis of the Current Account Position of Four Asian Countries Before the 1997 Crisis", *Pacific Economic Review*, Vol:12, No:1, p.47-61.
- Andrews, C. and Flores, M., (2008). "Improving Food Crisis Responses in Fragile States", *UNU-WIDER Research Paper*, Vol: 42, p.1-16.
- Anorou E. and Ramchander S. (1998). "Current Account and Fiscal Deficits: Evidence from Five Developing Economies of Asia", *Journal of Asian Economics*, Vol. 9, No:3, p.487-501.
- Ansari M. I., (2004). "Sustainability of The US Current Account Deficit: An Econometric Analysis of the Impact of Capital Inflow on Domestic Economy", *Journal of Applied Economics*, Vol:7, No:2, p.249-269.
- Apergis, N., Katrakilidis, K.P. and Tabakis, N.M., (2000). "Current Account Deficit Sustainability: The Case of Greece", *Applied Economics Letters*, Vol:7, p.599-603.
- Ari, A., (2012). "Early Warning Systems for Currency Crisis: The Turkish Case", *Economic Systems*. Article in pres.
- Arize, A.C., (2002). "Imports and Exports in 50 Countries: Tests of Cointegration and Structural Breaks", *International Review of Economics and Finance*, Vol:11, p.101-115.
- Arize, A.C. and Malindretos, J., (2008). "Dynamic Linkages and Granger Causality Between Trade and Budget Deficits: Evidence From Africa", *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, Vol:2, No:2, p.1-19.
- Atik, H., (2005). *Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri*, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Ankara.
- Aydoğuş, İ. ve Öztürkler H., (2006). "Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorununun Analizi", Gazi Kitabevi, Ankara.
- Babaoğlu, B., (2005). "Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi Sürdürülebilirliği", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.



- Backus, D. K., Kehoe P. J. and Kydland F. E., (1992). "Relative Price Movements in Dynamic General Equilibrium Models of International Trade", *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, No. 9213.
- Backus, D. K., Kehoe, P.J. and Kydland, F. E., (1994). "Dynamics of the Trade Balance and the Terms of Trade: The J Curve", *American Economic Review*, Vol:84, No:1, p.84-103.
- Baharumshah, A. Z., Lau E. and Fountas S., (2003). "On The Sustainability Of Current Account Deficits: Evidence From Four ASEAN Countires", *Journal Of Asian Economics*, Vol:14, p.465-487.
- Baharumshah, A.Z. and Lau, E., (2006). "Twin Deficits Hypothesis in SEACEN Countries: A Panel Data Analysis of Relationships Between Public Budget and Current Account Deficits", *Applied Econometrics and International Development*, Vol:6, No:2, p.213-226.
- Bailliu J. and Eiji F., (2004). "Exchange Rate Pass-Through and The Inflation Environment in Industrialized Countries: An Empirical Investigation", *Bank of Canada Banque du Canada Working Paper*.
- Ball, L. and Mankiw G. N., (2005). "What Do Budget Deficits Do?", *NBER Working Paper*, No.5263.
- Barışık, S. ve Çetintaş H., (2006). "Türkiye’de Cari Açıkların Sürdürülebilirliği: 1987-2003 Yapısal Kırılma Modeli", *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:11, Sayı:1, s.1-16.
- Barro, R.J., (1974). "Are Government Bonds Net Wealth", *The Journal of Political Economy*, Vol:82, No:6, p.1095-1117.
- Barro, R.J., (1989). "The Ricardian Approach to Budget Deficits", *Journal of Economic Perspectives*, Vol:3, No:2, p.37-54.
- Barth, M. and Pollard P., (2006). "The Limits of Fiscal Policy in Current Account Adjustment", *Department of The Treasury Office of International Affairs Occasional Paper*, No:2 .
- Batini, N., Breuer, P., Kochhar, K. and Roger, S., (2006). "Inflation Targeting and The IMF", *IMF Board Paper SM/06/33*, Washington DC, p.1-64.
- Batini, N. and Laxton, D., (2006). "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", *Central Bank of Chile Working Papers*, No: 406, p.1-45.
- Bayoumi, T., (2004). "GEM: A New International Macroeconomic Model", *IMF Occasional Paper*, No.239.
- Bayraktutan, Y. ve Demirtaş I., (2011). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:22, Sayı:2, p.1-28.

- Bergsten, C.F., (2002). "The Dollar and The US Economy, Testimony Before The Committee on Banking, Housing and Urban Affairs", Washington, DC: United States Senate.
- Bordo, M., Eichengreen, B. and Martinez-Peria, M. S., (2002). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, Vol:16, p.53-75.
- Boughton, J. M., (2003). "On the Origins of The Fleming – Mundell Model", *IMF Staff Papers*, Vol:50, No:1.
- Briguglio, L., (1995). "Small Island Developing States and Their Economic Vulnerabilities", *World Development*, Vol:23, No:9, p.1615-1632.
- Briguglio, L. and Galea, W., (2003). "Updating and Augmenting the Economic Vulnerability Index", [https://secure.um.edu.mt/data/assets/pdf\\_file/0012/44130/eviar\\_briguglio\\_galea\\_20ver4.pdf](https://secure.um.edu.mt/data/assets/pdf_file/0012/44130/eviar_briguglio_galea_20ver4.pdf) (30.03.2015).
- Briguglio, L., Cordina, G., Farrugia, N. and Vella, S., (2009). "Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurement", *Oxford Development Studies*, Vol:37, No:3, p.229-247.
- Bussiere, M., Chortareas G. and Driver R. L., (2002). "Current Accounts, Net Foreign Assets and Implications", *Bank of England Working Paper*, No:173.
- Bussiere, M. and Fratzscher, M., (2006). "Towards a New Early Warning System of Financial Crisis", *Journal of International Money and Finance*, Vol:25, p.953-973.
- Calderon, C., Chong A. and Luisa Z., (2001). "Are African Current Account Deficits Different? Stylized Facts, Transitory Shocks And Decomposition Analysis", *IMF Working Paper*, No:WP/01/4.
- Calderon, C., Chong A. and Loayza N., (2002). "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries", *Contributions to Macroeconomics*, II, 1.
- Campa, J.M. and Gavilan, A., (2011). "Current Accounts in the Euro Area: An Intertemporal Approach", *Journal of International Money and Finance*, Vol:30, p.228-295.
- Cannon, T., (2008). "Reducing People's Vulnerability to Natural Hazards", *UNU-WIDER Research Paper*, Vol:34, p.1-17.
- Cavallo, E. A. and Frankel, J. A., (2008). "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality", *Journal of International Money and Finance*, Vol:27, p.1430-1452.
- Chen, S., (2011a). "Current Account Deficits and Sustainability: Evidence from The OECD Countries", *Economic Modelling*, Vol:28, p.1455-1464.
- Chen, S., (2011b). "Are Current Account Deficits Really Sustainable in the G-7 Countries?", *Japan and the World Economy*, Vol:23, p.190-201.

- Chinn, M. D. and Prasad E. S., (2003). "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration", *Journal of International Economics*, 59, p.47–76.
- Chong, T. T. L., Hinich, M. J., Liew, V. K. S., and Lim, K. P., (2008). "Time Series Test of Nonlinear Convergence and Transitional Dynamics", *Economics Letters*, Vol:100, No:3, p.337-339.
- Chortareas G. E., Kapetanios G. and Uctum M., (2004). "An Investigation of Current Account Solvency in Latin America Using Non-Linear Nonstationary Tests", *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, Vol:8, p.1.
- Christopoulos, D.K. and Leon-Ledesma, M., (2010). "Current Account Sustainability in The US: What Did We Really Know About It?", *Journal of International Money and Finance*, Vol:29, p.442-459.
- Ciarlone, A. and Trebeschi, G., (2005). "Designing an Early Warning System for Debt Crises", *Emerging Markets Review*, Vol:6, p.376-395.
- Cordina, G. and Farrugia, N., (2005). "Measuring Vulnerability: A Methodological Review and a Refinement Based on Partner Country and Price Volatility", *Occasional Papers on Islands and Small States*, Vol:4, p.1-22.
- Corsetti, G., Pesenti P. and Roubini N., (1999). "Paper Tigers? A model of the Asian Crisis", *European Economic Review*, Vol:43, No:7, p.1211-1236.
- Çavuşgil, S. T. and Ghauri, P.N., (1990). "Doing Business in Developing Countries: Entry and Negotiation Strategies", *New York: Routledge*, p.10-15.
- Çeviş, İ. and Çamurdan, B., (2008). "The Determinants of The Current Account Balance in Inflation Targeting Countries", *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt:23, Sayı:270, s.111-131.
- Çivi, E. ve Çavuşgil, S. T., (2001). "Yeni Dünya Düzeninde Güç Kazanan Ülkeler: Yükselen Ekonomiler", *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 7, Sayı 1, s.113-128.
- Daly, V. and Siddiki, J. U., (2009). "The Twin Deficits in OECD Countries: Cointegration Analysis with Regime Shifts", *Applied Economic Letters*, Vol:16, No:11, p.1155-1164.
- Darrat, A. F., (1988). "Have Large Budget Deficits Caused Rising Trade Deficits?", *Southern Economic Journal*, Vol:54, No:4, p.879-887.
- Devereux M. B. and Yetman J.,(2002). "Price Setting and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Evidence", *HKIMR Working Paper*, No:22.
- Dickey D. A. and Fuller W. A., (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, p.74.
- Dickey D. A. and Fuller W. A., (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, p.49.

- Domanska, A. and Serwa, D., (2013). "Vulnerability to Foreign Macroeconomic Shocks-An Empirical Study in Cross-Industry Perspective. Example of 2008-2009 Global Crisis in Europe", *Wneiz Folia Oeconomica Stetinensia*, p.150-173.
- Dornbusch, R. (1976). "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *The Journal of Political Economy*, Vol:84, No:6, (December), p.1161-1176.
- Dornbusch, R., (1980). "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol:1980, No:1, p.187-205.
- Dornbusch, R. and Fischer, S., (1990). *Macroeconomics*, McGRAW-HILL International Editions.
- Dülger, F., ve Özdemir, Z.A., (2005). "Current Account Sustainability in Seven Developed Countries", *Journal of Economic and Social Research*, Vol:7, p.47-80.
- Edison, H. J., (2000). "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", *International Finance Working Papers*, Vol:675, p.1-38.
- Edson, H., (2003). "Do Indicators of Financial Crisis Work? An Evaluation of an Early Warning System", *International Journal of Finance and Economics*, Vol:8, No:1, p.11-53.
- Edwards, S., (2001). "Does the Current Account Matter?", *NBER Working Paper*, No:8275, p.1-38.
- Edwards, S., (2004). "Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops", *NBER Working Paper*, No:10276, January, p.1-49.
- Edwards, S., (2005). "The End of Large Current Account Deficits, 1970-2002: Are There Lessons For The United States?", *NBER Working Paper Series*, No:11669, p.1-67.
- Edwards S., (2006). "The U.S. Current Account Deficit: Gradual Correction or Abrupt Adjustment?", *Journal of Policy Modelling*, Vol:28, p.629-643.
- Eğilmez M. ve Kumcu E., (2005). *Ekonomi Politikası*, Remzi Kitapevi, 9. Basım, İstanbul.
- Eğilmez, M., (2013). "Kırılgan Beşli", Web Sitesi, <http://www.mahfiegilmez.com/2013/11/krlganbesli.html> (25.04.2015).
- Eğilmez, M., (2014). "Türkiye ve Benzer Ekonomiler Karşılaştırması", Web Sitesi, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/02/turkiye-ve-benzer-ekonomiler.html> (25.04.2015).
- Enders, W. and Lee, B. S., (1990). "Current Account and Budget Deficits: Twins or Distant Cousins?", *The Review of Economics and Statistics*, Vo:72, No:3, p.373-381.

- Erşin F., (2014). “Yükselen Ekonomiler ve Kırılgan Beşli: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi (BAFAD)*, Sayı:1, s.43-51.
- Ertürk E., (1999). *Makro İktisat*, Alfa Yayınları, 1. Basım, Bursa.
- Fattouh B., (2005). “Capital Mobility and Sustainability: Evidence from US Current Account Data”, *Emprical Economics*, Vol:30, p.245-253.
- Felderer B. and Homburg S., (2010). *Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat*, Efil Yayınevi.
- Fleming, J. M., (1962). “Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates”, *IMF Staff Papers*, No:9, p.369-379.
- Forbes, K. J., (2002). “Are Trade Linkages Important Determinants of Country Vulnerability to Crises?”, Edwards S. and Frankel J. A., (Ed.), “Preventing Currency Crises in Emerging Markets”, p.77-132, University of Chicago Press.
- Fountas, S. and Wu J. L., (1999). “Are the US Current Account Deficits Really Sustainable?”, *International Economic Journal*, Vol:13, No:3, p.51-58.
- Fraga, A., Goldfajn, I. and Minella, A., (2003). “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”. *NBER Working Paper*, No:10019, p.1-50.
- Frenkel, J. A. and Razin A., (1987). “The Mundell–Fleming Model: A Quarter Century Later”, *NBER Working Paper*, No:2321.
- Frenkel, J. A. and Rose A. K., (1996). “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, Board of Governors of the Federal Reserve System”, *International Finance Discussion Papers*, p.534.
- Frenkel, J. A. and Saravelos, G., (2010). “Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Financial Crisis”, *NBER Working Paper*, Vol:16047, p.1-48.
- Freund C. L., (2005). “Current Account Adjustment in Industrialized Countries”, *Journal of International Money and Finance*, Vol:24, p.1278-1298.
- Freund, C. and Warnock F., (2005). “Current Account Deficit in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?”, *NBER Working Paper Series*, No:11823, p.1-39.
- Galor, O. and Lin S., (1994). “Terms of Trade and Current Account Dynamics: A Methodological Critique”, *Interntional Economic Review*, Vol:35, No:4, p.1001-1014.
- Genberg, H. and Swobodo A., (1989). “Policy and Current Account Determination Under Floating Exchange Rates”, *International Monetary Fund Staff Papers*, 36.
- Gnangnon, K., (2012). “Does Structural Economic Vulnerability Matter for Public Indebtedness in Developing Countries”, *Serie Etudes Et Documents Du Cerdi*, Vol:36, p.1-34.
- Greenidge, K., Holder C. and Moore A., (2011). “Current Account Deficit Sustainability: The Case of Barbados”, *Applied Economics*, Vol:43, p.973–984.

- Greenspan, A., (2004). “*Remarks at the European Banking Congress*”, Frankfurt, Germany.
- Göçer, İ. ve Mercan M. (2011). “Türkiye Ekonomisinde Cari Açığın Sürdürülebilirliği: Sınır Testi Yaklaşımı”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt:48, Sayı:562, s.33-52.
- Guillaumont, P., (1999). “On the Economic Vulnerability of Low Income Countries”, *CERDI -CNRS, Université d'Auvergne, Second Draft*, p.1-28.
- Guillaumont, P., (2008). “An Economic Vulnerability Index: Its Design and Use for International Development Policy”, *UNU-WIDER Research Paper*, Vol:99, p.1-32.
- Gujarati, D. N., (1999). *Temel Ekonometri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Gülcan, Y. ve Önel G., (2008). “The Sustainability of Turkish Current Account Deficits with Structural Breaks” , <http://fbe.emu.edu.tr/journal/doc/11-12/09.pdf>, p.1-13, (10.01.2015).
- Hakkio, C.S. and Rush, M., (1991). “Cointegration: How Short is the Long Run?”, *Journal of International Money and Finance*, Vol:10, No:4, p.571-581.
- Hatemi-J, A. and Shukur, G., (2002). “Multivariate-Based Causality Tests of Twin Deficits in The US”, *Journal of Applied Statistics*, Vol:29, No:6, p.817-824.
- Herrera, S. and Garcia, C., (1999). “User’s Guide to an Early Warning System for Macroeconomic Vulnerability in Latin American Countries”, *The World Bank Policy Reserach Working Paper*, No:2233, p.1-17.
- Herrmann, S. and Winkler, A., (2009). “Real Convergence, Financial Markets, and Current Account-Emerging Europe Versus Emerging Asia”, *North American Journal of Economics and Finance*, Vol:20, p.100-123.
- Hoffman M., (2003). “International Macroeconomic Fluctuations and the Current Account”, *Canadian Journal of Economics*, Vol:36, No:2, p.401-420.
- Holmes M. J., (2006a). “Do Latin American Countries Have an Incentive to Default on Their External Debts?”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol:42, No:1, p.33-49.
- Holmes M. J., (2006b). “How Sustainable are OECD Current Account Balances in The Long Run?”, *The Manchester School*, Vol:74, No:5, p.626-643.
- Holmes, M. J., Panagiotidis T. and Sharma A., (2011). “The Sustainability of India’s Current Account”, *Applied Economics*, Vol:43, p.219–229.
- Hudson, S. and Stennett, R., (2003). “Current Account Sustainability in Jamaica”, *Bank of*.
- Husted, S., (1992). “The Emerging U.S. Current Account Deficit in the 1980s: A Cointegration Analysis”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol:74, No:1, p.159-166.
- IIF (2014a). *Global Economic Monitor*, April 2014.

- IIF(2014b). Capital Flows to Emerging Markets, May 2014.
- International Monetary Fund (IMF), (1998). “*Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*”, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF), (2001). “*International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines For a Datatemplate*”, Washington DC.
- International Monetary Fund (IMF), (2014). World Economic Outlook Database, October 2014.
- Islam, M.F., (1998). “Brazil’s Twin Deficits: An Empirical Examination”, *Atlantic Economic Journal*, Vol:26, No:2, p.121-128.
- Ismail, H.B. and Baharumshah, A.Z., (2008). “Malaysia’s Current Account Deficit: An Intertemporal Optimization Perspective”, *Empirical Economics*. Vol: 35, p.569-590.
- İnsel, A. and Kayıkçı, F., (2012). “Evaluation of Sustainability of Current Account Deficits in Turkey,” *Modern Economy*, Vol:3, No:1, p.43-50.
- İşgüden T. ve Akyüz M., (1998). *Uluslararası İktisat*, Evrim Dağıtım, İstanbul.
- Kalkan, S., (2011). “Cari İşlemler Açığında Neler Oluyor? Bu Defa Farklı mı, Yoksa Aynı mı?”, *TEPAV Değerlendirme Notu*, <http://www.tepav.org.tr>, (16.03.2014).
- Kalyoncu H., (2005). “Sustainability of Current Account for Turkey: Intertemporal Solvency Approach”, *Munich Personal Repec Archive Paper*, No:1220.
- Kalyoncu, H., (2006). “International Intertemporal Solvency in OECD Countries: Evidence from Panel Unit Root”, *Praque Economic Papers*. Vol:1, p.44-49.
- Kaminsky G. L., Lizondo S. and Reinhart C. M., (1997). “Leading Indicators of Currency Crises”, *IMF Working Paper*, Vol:45, No:1.
- Kaminsky, G. L. (1999). “Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress”, *IMF Working Paper*, Vol:178, p.1-38.
- Kaminsky G. L. and Reinhart C. M., (1999). “The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance of Payments Problems”, *American Economic Review*, Vol.89, Issue 3, p.473-500.
- Kapetanios, G., Shin, S. and Snell, Y., (2003). “Testing for a Unit Root in the Nonlinear Star Framework”, *Journal of Econometrics*, Vol:112, No:2, p.359-379.
- Kara, A. H., Küçük Tuğer, H., Özlale, Ü., Tuğer, B. ve Yücel, E. M., (2007). “Exchange Rate Regimes and Pass-Through. Evidence from the Turkish Economy”. *Contemporary Economic Policy*, Vol:25, No:2, p.206-225.
- Karluk, R., (2009). *Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika*, 9. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Karunaratne, N. D., (2010). “The Sustainability of Australia's Current Account Deficits A Reappraisal After The Global Financial Crisis”, *Journal of Policy Modeling*, Vol:32, No:1, p.81-97.

- Kaufmann, S., Scharler, J. and Winckler, G., (2002). "The Austrian Current Account Deficit: Driven By Twin Deficits or by Intertemporal Expenditure Allocation?", *Empirical Economics*, Vol:27, No:3, p.529-542.
- Kaya, V., Yılmaz, Ö. ve Talaş, E., (2009). "Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Türkiye, 1990 2006: Neredeyiz?", *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:13, Sayı:1, s.315-342.
- Kenç, T., (2011). "IMF Raporu Tanıtım Toplantısı Açılış Konuşması", *TÜSİAD-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu*, İstanbul, 1-4.
- Kim, B., Min, H., Hwang, Y. and McDonald, J., (2009). "Are Asian Countries Current Accounts Sustainable? Deficit, Even When Associated with High Investment, Are not Costless", *Journal of Policy Modelling*, Vol: 31, p.163-179.
- Knight, M. and Scacciavilliani F., (1998). "Current Account: What's Their Relevance For Economic Policymaking?", *IMF Working Paper*, No:WP/98/71.
- Kraay, A. and Ventura J., (2002). "Current Account in The Long And Short Run", *NBER Working Paper*, No:9030.
- Krkoska, L., (2001). "Assessing Macroeconomic Vulnerability in Central Europe", *Post Communist Economies*, Vol:13, No:1, p.41-55.
- Krugman, P., (1988). "Differences in Income Elasticities and Trend in Real Exchange Rates", *NBER Working Paper*, No:2761.
- Labonte, M., (2010). "Is The US Current Account Deficit Sustainable?", *CRS Report for Congress*, p.1-13, April.
- Laursen, S. and Metzler, L. A., (1950). "Flexible Exchange Rate and The Theory of Employment", *The Review of Economics and Statistics*, Vol:32, No:4, p.281-299.
- Lee, J. and Chinn M. D., (2002). "Current Account And Real Exchange Rate Dynamics in The G-7 Countries", *IMF Working Paper*, No:WP/02/13.
- Leybourne, S., Newbold, P. and Vougas, D., (1998). "Unit Roots and Smooth Transitions", *Journal of Time Series Analysis*, Vol:19, p.83-97.
- Loayza, N. V. and Raddatz, C., (2007). "The Structural Determinants of External Vulnerability", *The World Bank Economic Review*, Vol:21, No:3, p.359-387.
- Luukkonen, R., Saikkonen, P. and Terasvirta, T., (1988). "Testing Linearity Against Smooth Transition Autoregressive Models", *Biometrika*, Vol: 75, p.491-499.
- Mankiw, G., (1994). *Macroeconomics*, Second Edition. New York: Worth Publishers.
- Mann, C. L., (2002). "Perspectives on The U.S. Current Account Deficit and Sustainability", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol:16, No:3, p.131-152.
- Marinheiro, C. F., (2008). "Ricardian Equivalence, Twin Deficits, and The Feldstein–Horioka Puzzle in Egypt", *Journal of Policy Modeling*, Vol:30, p.1041-1056.



- Matsubayashi, Y., (2005). "Are US Current Account Deficits Unsustainable? Testing for the Private and Government Intertemporal Budget Constraints", *Japan and the World Economy*, Vol:17, p.223-237.
- McGettigan, D., (2000). "Current Account and External Sustainability in the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union", *IMF Occasional Paper*, 189, Washington DC: IMF.
- Menon J., (1996). "The Degree and Determinants of Exchange Rate Pass-Through: Market Structure, Non-Tariff Barriers And Multinational Corporations", *The Economic Journal*, Vol: 106, No:435.
- Milesi-Ferretti, M. and Razin A., (1996a). "Current Account Sustainability", *Princeton Studies In International Finance*, No:81, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Nw-Jersey.
- Milesi-Ferretti, M. and Razin A., (1996b). "Sustainability of Persistent Current Account Deficits", *NBER Working Paper*, No:5467.
- Milesi-Ferretti, M. and Razin A., (1996c). "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", *NBER Working Paper Series*, No:5791, p.1-61.
- Milesi-Ferretti, M. and Razin A., (1998). "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis," *European Economic Review*, Vol:42, p.897-908.
- Mishkin, F. S., (2006). "Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No:12515, p.1-44.
- Monsoorian, A. (1998). "Habits and Durability in Consumption, and The Dynamics of The Current Account", *Journal of International Economics*, Vol:44, p.69–82.
- Moody's (2014). "External Vulnerabilities, Exposures, Mitigants and Credit Supports, Moody's Investors Service Special Comment",  
[https://www.moodys.com/research/Emerging\\_Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants](https://www.moodys.com/research/Emerging_Market-Sovereign-Research-Series-External-Vulnerabilities-Exposures-Mitigants) and PBC-165831, (06.04.2015).
- Mundell, R. A., (1961). *The International Disequilibrium System*, *Kyklos*, Vol:14, No:15472.
- Mundell, R. A., (1962). "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, Vol:9, p.70–79.
- Mundell, R. A., (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol:29, p.475–85.
- Nag, B. and Mukherjee, J., (2012). "The Sustainability of Trade Deficits in The Presence of Endogenous Structural Breaks: Evidence from The Indian Economy", *Journal of Asian Economics*, Vol:23, No:5, p.519-526.

- Naude, W., Santos-Paulino, A. and McGillivray, M., (2008). "Vulnerability in Developing Countries", *United Nations University Research Brief*, Vol:2, p.1-7.
- Naqvi, K. H. and Morimune K., (2008). "An Empirical Analysis of Sustainability of Trade Deficits", *Interfaces for Advanced Economic Analysis*, Kyoto University, Discussion Paper, No:72, p.1-20.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1994). "The Intertemporal Approach to the Current Account", *NBE Working Paper*, No: 4893.
- Obstfeld, M. and Rogoff K., (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Boston.
- Obstfeld, M., (2001). "International Macroeconomics: Beyond The Mundell–Flemming Model", *IMF Staff Papers*, Vol:47, Special Issue.
- Obstfeld, M. and Rogoff K., (2005). "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brooking Papers On Economic Activity*, p.67-123.
- Obstfeld, M., (2012). "Does the Current Account Still Matter?", *NBER Working Paper*, No: 17877.
- Ocampo J. A. (2008). "Macroeconomic Vulnerability and Reform: Managing Pro-Cyclical Capital Flows", [http://www.bot.or.th/English/EconomicConditions/Semina/Documents/08\\_Paper\\_Ocampo.p.f](http://www.bot.or.th/English/EconomicConditions/Semina/Documents/08_Paper_Ocampo.p.f), (10.03.2014).
- Ogus A. and Sohrabji N., (2006). "An Intertemporal Benchmark Model for Turkey's Current Account", *Working Paper in Economics*, No:06/01, Izmir University of Economics.
- Otto G., (2003). "Can an Intertemporal Model Explain Australia's Current Account Deficit?", *Australia Economic Review*, Vol:36, No:3, p.350-359.
- Ouanes A. and Thakur S., (1997). "Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies", *IMF Occasional Paper*, Washington DC: IMF.
- Özgür, I. M., Telatar, E., ve Telatar, F., (2009). "Enflasyon Hedefleme Rejiminde Cari Hesap ve Döviz Kuru Dinamikleri", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt:20, Sayı:71, s.57-88.
- Özmen E., (2004). "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:19, Sayı:223, s.5-19.
- Parasız İ., (2008). *İktisada Giriş*, 9. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Peker O., (2009). "Türkiye'deki Cari Açık Sürdürülebilir mi? Ekonometrik Analiz", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı.17, s.164-174.
- Peker O. ve Hotunluoğlu H., (2009). "Türkiye'de Cari Açığın Nedenlerinin Ekonometrik Analizi", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. Cilt:23, Sayı:3, s.221-237.
- Perera, N. and Verma, R., (2008). "An Empirical Analysis of Sustainability of Trade Deficit: Evidence from Sri Lanka", *Faculty of Commerce-Papers*, p.478.

- Persson T. and Svensson E. L., (1985). "Current Account Dynamics And The Terms Of Trade: Harberger – Laursen- Metzler Two Generations Later", *The Journal Of Political Economy*, Vol:93, No:1, p.43-65.
- Piersanti G., (2000). "Current Account Dynamics And Expected Future Budget Deficits: Some International Evidence", *Journal of International Money And Finance*, Vol:19, p.255-271.
- Rafiq S., (2010). "The Current Account and The Real Exchange Rate: Some Empirical Estimates from a Time-Varying Framework", *Structural Change and Economic Dynamics, Fiscal Stance*, Vol:21, p.276-290.
- Raybaudi, M., Sola M. and Spagnolo F., (2004). "Red Signals: Current Account Deficits And Sustainability", *Economics Letters*, Vol:84, p.217-223.
- Reisen H., (1998). "Sustainable and Excessive Current Account Deficits", *Emprica*, Vol:25, p.111-131.
- Rincon, H. C., (1998). "Testing The Short Run and Long Run Exchange Rate Effects on Trade Balance: The Case of Colombia", *Banco de Republica de Colombia, Borradores de Economia*, No:120.
- Rocha, K. and Moreira, A., (2010). "The Role of Domestic Fundamentals on the Economic Vulnerability", *Emerging Market Review*, Vol:11, p.173-182.
- Roubini, N. and Watchel P. (1998). "Current Account Sustainability in Transition Economies" *NBER Working Paper Series*, Vol:6468, p.1-72.
- Roubini N. and Backus D. (2001). *Lectures in Macroeconomics*, Chapter 3: International Indicators, Stern School of Business, NYU.
- Sachs, J., (1981). "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Bookings Papers on Economic Activity*, Vol:1, p. 201-268.
- Seth, A. and Ragab, A., (2012). "Macroeconomic Vulnerability in Developing Countries: Approachs and Issues", *International Policy Centre for Inclusive Growth Working Paper*, Vol:94, p.1-20.
- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler M., (2007). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi (Eviews Uygulamalı)*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Seyidoğlu, H., (2003a). *Uluslararası Finansman*, Güzem Can Yayınları. İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2003b). *Uluslararası İktisat – Teori, Politika ve Uygulama*, Güzem Can Yayınları, On beşinci Baskı, İstanbul.
- Sollis, R., (2004). "Asymetric Adjustment and Smooth Transitions: Acombination of Some Unit Root Tests", *Journal of Time Series Analysis*. Vol:25, No:3, p.409-417.
- Sollis, R., (2009). "A Simple Unit Root Test Against Asymmetric STAR Nonlinearity with an Application to Real Exchange Rates in Nordic Countries", *Economic Modelling*, Vol:26, p.118-125.

- Stanley, M., (2013). "FX Pulse, Morgan Stanley Research", *Global Currency Research Team*, p.1-37.
- Svensson E. L. and Razin A., (1983). "The Terms of Trade and The Current Account: The Harberger-Laursen-Metzler Effect", *The Journal of Political Economy*, Vol:91, No:1, p.97-125.
- Szakolczai A., (2006). "The Triple Deficit of Hungary", *Hungarian Statistical Review*, No:10, p.41.
- Tarı, R., (2005). *Ekonometri*, Kocaeli Üniversitesi Yayınları, Yayın No:172, Kocaeli.
- Takeuchi, F., (2010). "US External Debt Sustainability Revisited: Bayesian Analysis of Extended Markov Switching Unit Root Test", *Japan and The World Economy*, Vol:23, p.96-106.
- Theofilakou, N. and Stournaras, Y., (2012). "Current Account Adjustments in OECD Countries Revisited: The Role of Fiscal Stance", *Journal of Policy Modeling*, Article in Pres.
- Tiryaki, T., (2002). "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, 8.
- Trehan, B. and Walsh, C., (1991). "Testing Intertemporal Budget Constraints: Theory and Applications to US Federal Budget Deficits and Current Account Deficits", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol:26, No:2, p.206-223.
- Togan, S. ve Ersel H., (2005). "Current Account Sustainability: The Case of Turkey", *AB'ye Katılım Sürecinde Makroekonomik Politikalar Konferansı*, Ankara.
- Tülümce, S., (2013). "Türkiye'de Üçüz Açığın Ampirik Analizi (1984-2010)", *Maliye Dergisi*, Sayı:165, s.97-114.
- T.C. Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, (2007). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması*, Ankara.
- Uygur, E., (2001). "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*.
- Uygur, E., (2004). "Türkiye'de Cari Açık Tartışmaları", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:19, Eylül, s.5-17.
- Üçer, M., (2013). "Öncelikleri Saptamak: Büyüme mi, Kırılganlıklar mı?", *Deloitte*, s.1-32.
- Ümit, Ö., (2011). "Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliğinin Zaman Serileri Analizi ile Değerlendirilmesi: 1992-2010 Dönemi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:11, Sayı:3, s.135-148.
- Yamak, R. ve Korkmaz A., (2007). "Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir Mi? Ekonometrik Bir Yaklaşım", *Bankacılar Dergisi*, Sayı:60, s.17-32.

- Yan, H., (2007). "Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account Imbalance?", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol:47, p.1-25.
- Yeldan E., (2006). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları, 12. Baskı, İstanbul.
- Yücel, F. ve Yanar R., (2005). "Türkiye’de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:14, Sayı:2, s.483-492.
- Zanghieri P., (2004). "Current Accounts Dynamics in New EU Members: Sustainability and Policy Issues", *CEPII Working Papers*, No:7.
- Zengin, A., (2000). "İkiz Açıklar Hipotezi (Türkiye Uygulaması)". *Ekonomik Yaklaşım*, Gazi Üniversitesi, Cilt:2, Sayı:35.
- Wells, J., (1996). "Composite Vulnerability Index: A Preliminary Report", London: Commonwealth Secretariat.
- Wu, L., (2000). "Mean Reversion of the Current Account: Evidence from the Panel Data Unit-Root Test", *Economics Letters*, Vol:66, p.213-222.
- Wu, L., Chen L. and Lee H., (2001). "Are Current Account Deficits Sustainable? Evidence From Panel Cointegration", *Economic Letters*, 72, p.219-224.

## **ÖZGEÇMİŞ**

### **Kişisel Bilgiler**

Adı Soyadı: İbrahim UZ

Doğum Yeri ve Tarihi: İskenderun, 19.11.1989

### **Eğitim Durumu**

Lisans Öğrenimi: Pamukkale Üniversitesi, İktisat Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi: Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Bildiği Yabancı Diller: İngilizce

### **İş Deneyimi**

Stajlar: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Denizli Şubesi (2013)

### **İletişim**

E-Posta Adresi: ibrahim\_uz@windowslive.com